

评级：推荐（维持）

金融行业/银行

行业研究

第一创业研究所

分析师：陈曦

电话：0755-25832903

邮件：chenxi@fcsc.cn

银行业 2010 年年度投资策略

——讲政治，买银行

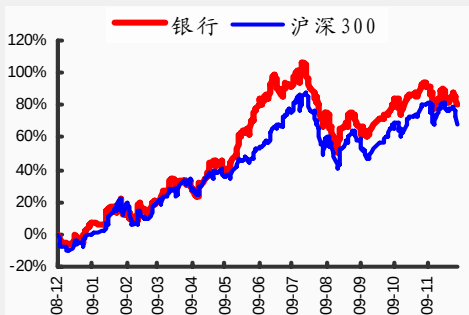
行业交易数据（2009/12）

本月涨跌幅	-0.67%
本月最高涨幅	4.59%
本月最大跌幅	-1.51%

行业基本数据（2009/12/18）

A 股流通市值（亿元）	31888.76
总市值（亿元）	60548.32
行业平均市盈率（PE）	16.22
行业平均市净率（PB）	2.75

行业指数与沪深 300 比较



相关报告

银行 2009 年 11 月报：再融资影响不值得过度担忧

银行 2009 年 10 月报：三季报显示银行业经营环境好转

银行 2009 年 4 季度投资策略：实体经济稳健复苏预期催生市盈率修复行情

银行 2009 年 8 月报：资本充足率监管将更为严格

银行 2009 年 7 月报：规模增长 息差见底

银行 2009 年中期投资策略：关注贷款质量高弹性

银行 2009 年 5 月报：估值回升需求拉动

报告要点：

- **2010 年新增贷款很可能超过 8 万亿** 我们认为政府为 2010 年新增信贷的定下的目标应该会在 7-8 万亿左右。伴随着明年经济的高增长以及热钱的大量流入，微观主体对信贷资金的需求以及银行的放贷热情都不会弱于今年。由于 2010 年 CPI 在 10 月之前不会持续超过 3%，政府会在一定程度上容忍实际信贷投放略超原定目标，在第四季度之前不会有过于紧缩的政策出台。综合考虑以上因素，我们判断 2010 年的新增贷款应不会低于 7 万亿，同时很有可能超过 8 万亿。
- **2010 年上市银行整体息差维持在 2.3% 左右** 我们对息差的判断主要考虑了以下几个因素：一、2010 年前三季度中国央行加息的可能性很小；二、2010 年上半年货币市场利率在央票带动下上升，而债券市场收益率曲线的长端主要以窄幅波动为主；三、利率较低的住房按揭贷款在贷款组合中的占比提高；四、中小企业贷款需求活跃，银行议价能力提升。
- **2010 年上市银行利息净收入增长的最佳估计数为 22.42%** 我们对不同新增贷款假设下，上市银行整体的利息净收入情况进行测算。当新增贷款仅为 5 万亿时（这是一个极端悲观的假设），上市银行整体也可实现 17.61% 的利息净收入增长。我们认为 2010 年的新增贷款的最佳估计数为 8 万亿，对应的利息净收入的增长为 22.42%。
- **看好银行股的理由** 盈利增长的确定性强、估值优势明显以及相对于其他行业对加息有更好的防御性，是我们看好银行股的三大主要理由。同时我们经过对管理层的意图、目前上市银行资本充足率的状况以及明年银行业经营环境等几方面的分析，认为对银行股再融资的问题不必过度担忧。

重点推荐银行股

证券简称	评级	收盘价	每股收益			市盈率（X）		
		2009-12-18	08A	09E	10E	08A	09E	10E
宁波银行	强烈推荐	16.24	0.53	0.60	0.78	30.64	27.07	20.82
北京银行	强烈推荐	18.89	0.87	0.94	1.18	21.71	20.10	16.01
南京银行	强烈推荐	18.95	0.79	0.90	1.08	23.99	21.06	17.55

资料来源：第一创业研究所



目 录

1. 2010 年新增贷款很可能超过八万亿	3
1.1 政府意图是决定信贷投放量的首要因素	3
1.2 信贷有刚性需求	4
1.3 热钱流入提高银行可贷资金，降低存贷比	6
1.4 资本充足率不会制约银行信贷增长	6
1.5 2010 年新增贷款不会低于 7 万亿，很可能高于 8 万亿	7
2. 对 2010 年银行业整体盈利情况的预测	8
2.1 2010 年银行业息差与今年第四季度基本持平	8
2.2 资产质量保持稳定，拨备压力较小	9
2.3 对 2010 年上市银行整体利息收入增长的测算	10
3. 看好银行股的三大理由	11
3.1 盈利增长的确定性强	11
3.2 估值优势明显	11
3.3 相对于其他行业对加息有更好的防御性	12
4. 再融资问题不值得过度担忧	12
5. 重点投资品种推荐	13



1. 2010 年新增贷款很可能超过八万亿

1.1 政府意图是决定信贷投放量的首要因素

工商银行前任副行长、中国著名银行家张衢先生在他的著作《掀起银行的盖头来》中有这样一段精彩论述：

“银行是社会的，掌管着社会的资金池；银行是公众的，事关国民的生活方式和利益；银行是经济的，调控着货币和经济运行走势，决定着生产和发展方式。当然，**银行更是政治的，涉及国家的稳定和政权的稳固，成为政府管理的组成部分。**各国都牢牢控制住金融，只是方式不同而已。

银行家讲政治，银行本质上服从于政治，国家利益高于一切，中外皆是，无非形式各异。在这个意义上讲，没有纯粹的银行，更没有纯粹的银行体系。”

2009 中央经济工作会议指出，“当前我国经济回升的基础还不牢固，积极变化和不利影响同时显现，短期问题和长期问题相互交织，国内因素和国际因素相互影响，保持经济平稳较快发展、推动经济发展方式转变和经济结构调整难度增大。从外部环境看，世界经济复苏基础并不稳固，国际金融危机影响仍然存在，全球性挑战压力增大。从国内环境看，经济回升内在动力仍然不足，结构性矛盾仍很突出，农业基础仍不稳固，就业形势依然严峻。”可以看到，**政府对明年经济形势的判断并不乐观，不确定性因素很多，适度宽松的货币政策有维持的必要。**

结构调整是 2010 年政府经济工作的重心。调结构的首要部分是扩大内需特别是增加居民消费，而改善民生与发展社会事业是扩大内需、调整经济结构的重点。在有关民生的问题中，住房作为人民最基本的一项需要，不容忽视。中央经济工作会议明确提出要“增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求”。12 月 9 日的国务院常务会议，明确了对于居民的住房按揭贷款，仍然执行 2008 年年底开始的优惠政策。可见**政府对于房地产市场的态度，至少在量上是支持的，对于房地产开发投资贷款不会有明显的打压，住房按揭贷款也将保持较快增长。**在房地产市场，政府调控的主要目的是为了防止系统风险的积累，调控思路是稳步增加供给、抑制投机需求，调控手段是有针对性的，在居民自住需求尚不能得到满足的大环境下，从总量上从严控制的可能性很小。

当前来看，我国经济回升的基础并不牢固，2009 年的高增长，政府主导的投资起到了主力作用，这是特殊时期的特殊手段，“国进民退”从长期来看，不利于“提高经济增长质量和效益”。中央经济工作会议提出要“进一步优化所有制结构，完善市场竞争机制。……要增强非公有制经济和小企业参与市场竞争、增加就业、发民用工业经济的活力和竞争力，放宽市场准入，保护民间投资合法权益。”我国民间经济经受国际金融危机的洗劫，刚刚有活跃的迹象，远未达到过热的阶段，过早施以严厉的控制手段会令经济面临二次探底的风险。**政府目前对于民间投资持明显鼓励的态度，在信贷政策上也会予以配合。**

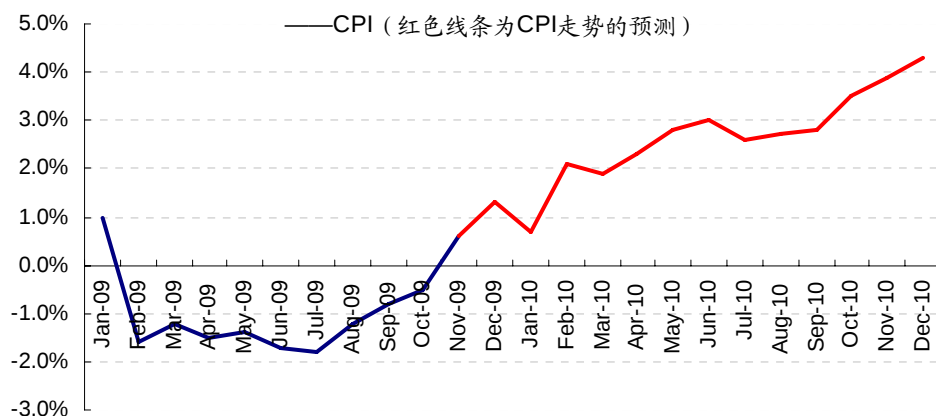
目前政府大的政策方向仍然是“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。”在经济过热之前，紧缩政策不会出台。而经济是否过热，CPI 是比 GDP 增长率更重要的判断标准，毕竟潜在的 GDP 增长率究竟在多少无法测量，其本身也是一个受技术进步等因素影响的动



态变量。经济过热与否，更多的通过 CPI 来辨认，劳动力市场供不应求、工资普遍上涨、CPI 持续在 3% 以上运行，是公认的经济过热的标志。

我们预计 CPI 在今年 11 月份转正之后，将持续上升，在明年 6 月达到 3% 左右，而后三个月回落在 2.5%—3.0% 之间，进入 10 月份后持续突破 3%。预测主要的考量因素包括以下几点：①全国粮食连续五年增产，夏粮连续六年增产；②全国的生猪库存较高；③石油价格在 2010 年上半年末逐渐上涨到 110-120 美元，到 2010 年年底上到 140-150 美元。我们判断，在 2010 年 10 月 CPI 持续突破 3% 之前，过于紧缩的信贷政策不会出台。

图 1 2010 年 CPI 预测：大致运行趋势

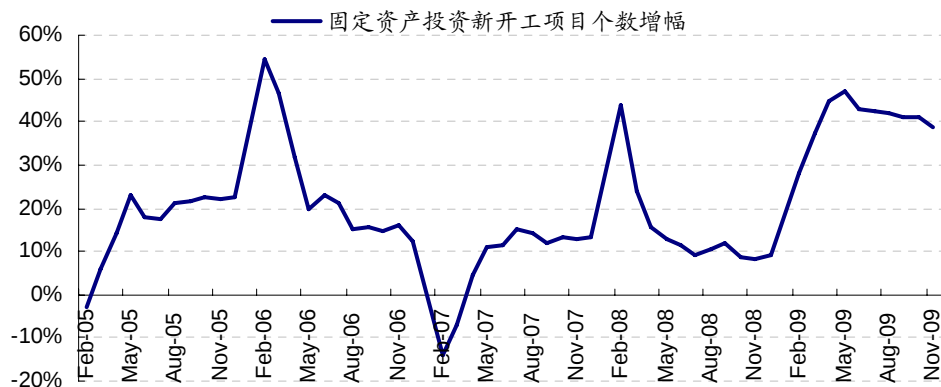


资料来源：第一创业研究所

1.2 信贷有刚性需求

与往年不同，由于政府主导投资的大力介入，2009 年固定资产投资新开工项目一直保持在较高水平。从图 2 中可以看出，新开工项目的个数增速，通常在年初有一个“尖角”式的走高，之后急速回落。这是由于新项目一般集中在年初上马。但 2009 年的状况明显不同，至 2009 年 11 月份，新开工项目个数增速仍然保持在 38.6% 的高水平。“尖角”的消失说明 2009 年全年的新开工项目数量一直保持在较高水平，这决定了 2010 年即使政府不再上新的投资项目，仅靠前期开工项目的后续建设，上半年的投资增长也会较快。

图 2 今年新开工项目个数增速的“尖角”消失

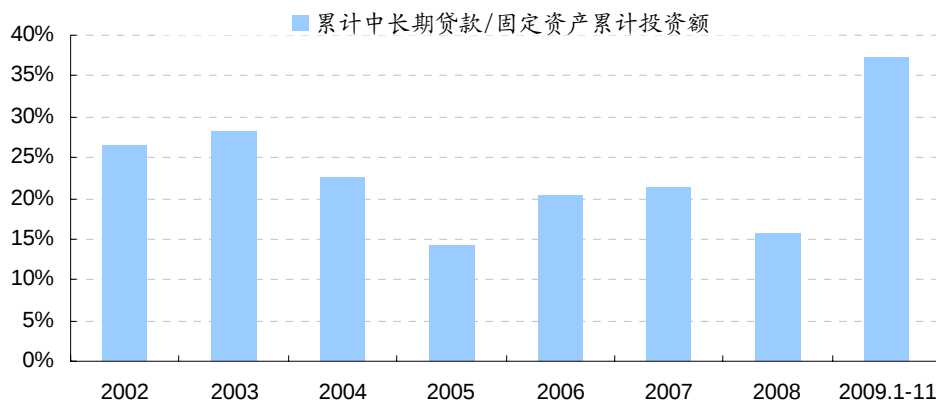


资料来源：Wind，第一创业研究所



政府主导下的固定资产投资的资金来源更依赖于银行信贷渠道。从图 3 中可以看到，2009 年前 11 个月累计新增中长期贷款占累计固定资产投资的比重为 37.27%，而 2002 至 2008 年该比重最高值为 28.27%，平均值仅为 21.3%，远低于 2009 年前 11 个月的水平。政府主导投资对信贷资金的高依赖决定了要在 2010 年继续已开工政府主导项目的建设，后续信贷资金必须要跟上。

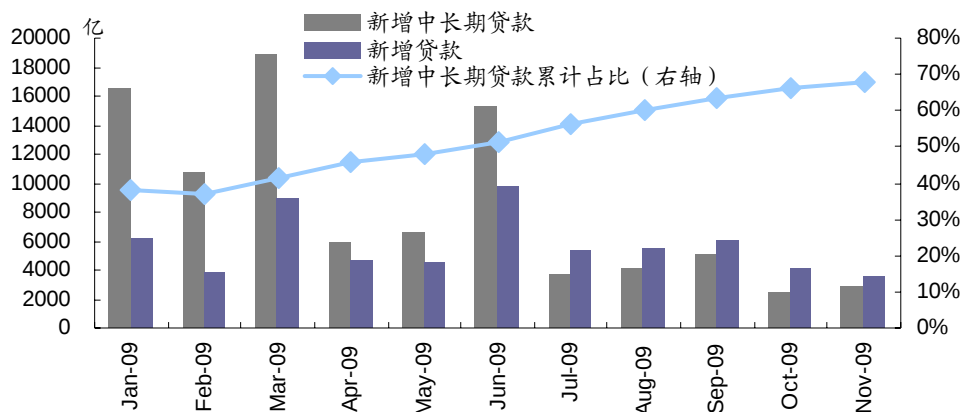
图 3 固定资产投资资金来源对中长期贷款的依存度



资料来源：Wind，第一创业研究所

2009 年前 11 月，共新增人民币中长期贷款 6.29 亿，占全部新增人民币贷款的 67.96%。按目前行业内比较认可的社科院金融所金融实验研究室主任刘煜辉的估算，今年新增中长期贷款的 70%（约 4.4 万亿），用于新开工的政府主导投资项目，这部分贷款明年将延续刚性需求。即 4.4 万亿的中长期信贷需求是明年贷款需求的底限，即便是政府的紧缩政策也必须对这部分信贷需求让步。

图 4 2009 年新增中长期贷款情况



资料来源：中国人民银行，第一创业研究所

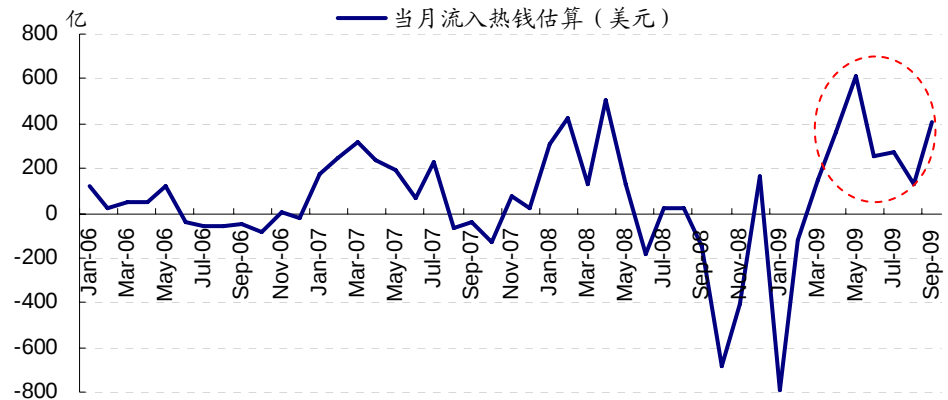
除了上述的刚性贷款需求，2010 年社会总需求的高增长将带动企业生产的扩张以及固定资产投资活动兴起，企业对流动资金以及长期资金的需求都将高涨。随着房地产投资增速的攀升，2010 年可供销售住房数量较今年有望大大提高，由此将带动一手房成交量的上升，以及居民对住房按揭贷款需求的增长。



1.3 热钱流入提高银行可贷资金，降低存贷比

在美国宽松货币政策的大趋势下，美元对世界其他主要货币持续贬值，人民币升值压力重现。在经历了 08 年末至 09 年初，热钱大范围撤出的局面后，今年 3 月，热钱重新开始涌入中国。我们判断美元在 2010 年将延续贬值的总趋势，中国在 2010 年将面临着人民币升值压力增大，热钱加速涌入的大背景。

图 5 热钱流入将进入新高峰



资料来源：Wind，第一创业研究所

在热钱流入冲击基础货币的情形下，央行通过公开市场对冲是肯定的事情，调整存款准备金率也极可能成为常规调控手段。然而一方面对冲毕竟是对多余投放的收回甚至是部分收回；另一方面无论从经济学理论上还是从历史经验来看，对冲的有效性都值得怀疑。随着热钱涌入，整个银行体系可贷资金将保持充裕。

除了可贷资金的增多，企业盈利状况的好转以及对经济形势的乐观预期也会激发商业银行的放贷热情。尽管 2010 年有政府担保或隐性担保的项目将会减少，但综合来看，银行对信贷的供给欲望不会弱于 2009 年。

热钱加速流入除了增加商业银行可贷资金外，也有望缓解部分股份制银行存贷比紧张的现状。当新增存款来源于新增贷款转存时，若不存在现金漏出，存款增量与贷款增量相等，而由于存款存量大于贷款存量，故增加同样金额的存款与贷款，会使存贷比提高；如果有现金漏出，则存款增量小于贷款增量，存贷比提高幅度更大。而当流入的热钱通过商业银行兑换为人民币时，存款增加，而贷款不变，存贷比则降低。2009 年中报及三季报数据显示部分吸存能力较弱的股份制银行在贷款迅猛扩张时，存款增长却无法跟上，存贷比已超过监管红线。而热钱加速流入的大环境有望在行业整体的层面上降低商业银行的存贷比，减轻放贷约束。

1.4 资本充足率不会制约银行信贷增长

目前市场普遍比较担心资本充足率是否会制约商业银行的信贷增长。在这一段，我们主要谈谈政治，通过对监管层意图的分析来思考这个问题。

资本充足率，无论从世界银行业的实践或是从巴塞尔协议的初衷来理解，其本身是用于控制整个银行业本身杠杆风险的指标。但在中国，就近年来的情况看，资本充足率指标更象是监管层用来控制信贷投放的工具。



伴随着 2009 年上半年远超预期的信贷投放,极度宽松的货币政策引发社会普遍质疑。2009 年下半年以来,关于资本充足率标准变更的传闻风涌四起,有关标准的各种说法层出不穷,《商业银行资本充足率管理办法》中明文规定的 8% 已不再是行业实际执行的底限。直到银监会副主席以一种不够正式的方式公开表明,目前对中小银行的最低资本充足率要求为 10%,而对大型银行的最低资本充足率要求则为 11%,有关资本充足率标准的问题才算暂时有了定论。

即便如此,为何大型银行的资本充足率应高于中小银行,仍是个令人费解的问题。四家上市大型银行工行、建行、中行及交行三季报公布的资本充足率分别是 12.60%、12.11%、11.63%及 12.52%,刚好都达到标准,不会对已发放贷款形成冲击,同时也没有超出标准太多,对未来的信贷投放形成一定约束。再看看上市的股份制银行,10%的资本充足率标准对这部分银行而言恰好也是一个已经达到或预期将达到的水平,不致于在当前造成收缩,对未来也具备约束力。这样来看,资本充足率标准的制定似乎是一个以当前商业银行资本充足率为参照的逆向的过程,对于资本充足率较高的银行适用更高的标准,以此来管理商业银行的放贷能力。而不通过正式方式公布正在执行的资本充足率标准似乎是在为调控的灵活性留下余地。

不得不承认,在热钱流入的大环境下,政府很难找到比资本充足率更好的信贷调控工具。窗口指导早已效力微弱,提高准备金率以及公开市场操作均会抬升市场利率刺激热钱进一步流入,而提高资本充足率在控制信贷的同时恰好又引导了银行资金向高信用债券市场的流动,降低货币市场利率,抑制热钱流入,可谓一举两得。

如果以上的猜测正确,监管层是在运用资本充足率指标对信贷投放进行调控,那么只要 2010 年的信贷投放进度基本符合政府的目标或者说在政府可接受的范围之内,就没有必要担心资本充足率指标会限制银行放贷。更直接地说,如果商业银行因受到资本充足率的限制而导致信贷投放低于政策目标,降低资本充足率标准也好,汇金等政府投资主体注资也罢,相信政府层面一定会出台相应措施来解决这个问题,保证信贷的正常投放。

1.5 2010 年新增贷款不会低于 7 万亿,很可能高于 8 万亿

为了保持宏观经济政策的连续性和稳定性,保证经济平稳较快发展,我们判断政府为 2010 年新增信贷的定下的目标应该会在 7-8 万亿左右。伴随着明年经济的高增长以及热钱的大量流入,微观主体对信贷资金的需求以及银行的放贷热情都不会弱于今年。政府对于实际贷款数额偏离原定目标的容忍度,在极大程度上取决于 CPI 的走势。由于 2010 年,总体来看,物价将在低水平运行,CPI 在 10 月之前不会持续超过 3%,因此政府会在一定程度上容忍实际信贷投放略超原定目标,在第四季度之前不会有过于紧缩的政策出台。

综合考虑以上因素,我们判断 2010 年的新增贷款应不会低于 7 万亿,同时很有可能超过 8 万亿。



2. 对 2010 年银行业整体盈利情况的预测

2.1 2010 年银行业息差与今年第四季度基本持平

我们对息差的判断主要考虑了以下几个因素：一、2010 年前三季度中国央行加息的可能性很小；二、2010 年上半年货币市场利率在央票带动下上升，而债券市场收益率曲线的长端主要以窄幅波动为主；三、利率较低的住房按揭贷款在贷款组合中的占比提高；四、中小企业贷款需求活跃，银行议价能力提升。

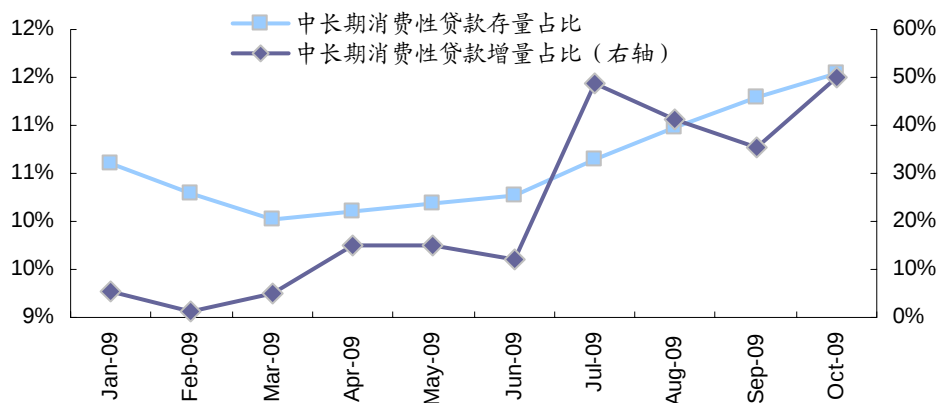
我们判断央行不会轻易加息，主要基于两点：首先是加息会刺激热钱流入，增大人民币升值压力；其次我们认为 CPI 在 2010 年 10 月之前不会持续在 3% 以上运行，对于加息的要求并不紧迫。在美国宽松货币政策的大背景下，人民币面临着相当大的升值压力。而美国经济的复苏只能是在低水平上的复苏，受此影响 2010 年中国的出口复苏会比预期的疲弱。在出口强劲复苏之间，政府不会允许人民币汇率大幅度升值，升值压力将不断积累。在这样的大环境下，央行如果选择加息，将加大热钱套利空间，热钱的流入将更加猖獗，故央行会慎用加息政策。从时机上看，中国的加息应该在美国之后，2010 年第三季度前可能性都甚小。存款与贷款分别是商业银行生息负债与生息资产最重要的构成部分，相关基准利率的稳定，决定了商业银行在 2010 年整体息差不会有太大幅度的变动。

对于 2010 年市场利率的判断也与热钱流入及 CPI 低位运行的大环境相关。热钱的大量流入，将使央行面临很大的对冲压力。作为基础货币回笼手段的央行票据的发行量会很大，1 年期央票发行利率在上半极有可能冲到 2.2-2.3% 的水平。央票利率的上行将带动货币市场利率的上升，提高商业银行票据贴现、同业资产及部分债券投资的收益率，同时也将提高商业银行主要除证券公司保证金存款之外余下部分同业负债的收益率。总体而言，由于相关资产数量大于相关负债数量，因此货币市场利率上升对息差的影响为正面。在债券收益率曲线的中长端，一方面受益于热钱流导致的流动性极度宽松，另一方面受益于较低的通货膨胀，将呈现窄幅振荡的局面。受此影响，商业银行中长期债券的收益率不会有太大变化，对息差的影响中性。

伴随着 2009 年房地产市场的火爆行情，7 月份以来，单月新增中长期消费性贷款金额占全部新增贷款金额的比重大幅攀升，至 10 月份已达到 49.89% 的高水平。11 月份的正式数据尚未公布，但根据已公布数据的推测，该项比重应在 60% 以上。随着新增贷款部分中长期消费性贷款占比的上升，中长期消费性贷款余额占全部贷款余额的比重自 4 月份以来也呈现不断上升的趋势。由于 2010 年可供销售一手房数量预计大幅上升，由此将带动成交量的上升，住房按揭贷款在商业银行贷款组合中的占比有望继续上升。与之前四起的传言相左，住房按揭贷款利率的七折优惠政策并未被取消，预计在 2010 年下半年之前，该优惠政策都不会有所变动。在此情况下，住房按揭贷款占比的上升，将拉低贷款组合的收益率。但同时如果监管层能够加大对“二套房”贷款政策执行情况的监管力度，这部分按揭贷款能够严格执行上浮利率，那么有望抵销对息差的不利影响。



图6 中长期消费性贷款占比



资料来源：中国人民银行，第一创业研究所

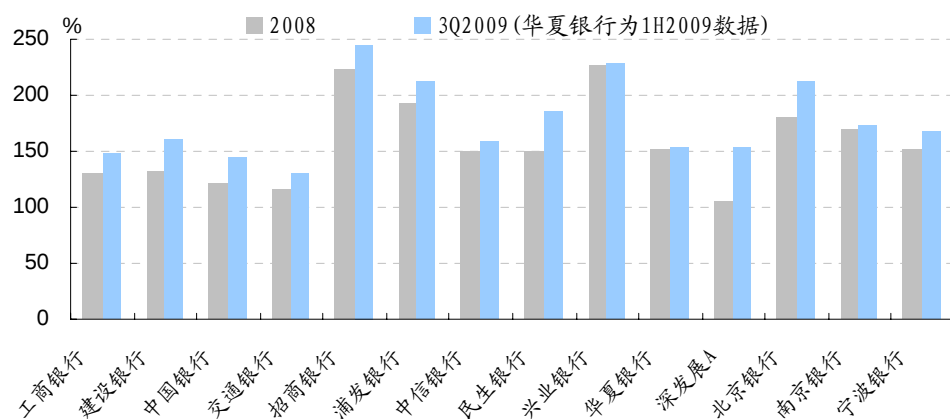
2010 年随着政府主导投资的逐步退出，经济有望重回“国退民进”的轨道，商业银行的客户群的结构将发生改变，中小企业占比回升，商业银行的议价能力有望提高，执行下浮利率的贷款占比预计下降，对息差起到正面影响。

综合各方面因素，我们预计 2010 年全年银行业的整体息差会将维持在 2.3% 左右的水平。

2.2 资产质量保持稳定，拨备压力较小

明年我国经济将维持高增长，同时“宽货币、宽信贷”将决定全社会流动性的充裕。在这样的大环境下，商业银行资产质量大面积恶化的可能性很小。另外由于 2008 年底金融危机大面积爆发以来，商业银行出于谨慎预期已经计提了大量拨备，目前上市银行拨备率基本都处在一个较高的水平，2010 年上市银行的拨备压力不大，同时会拥有较大的空间将拨备作为调节不同报告期利润的工具。

图7 上市不良贷款拨备覆盖率指标



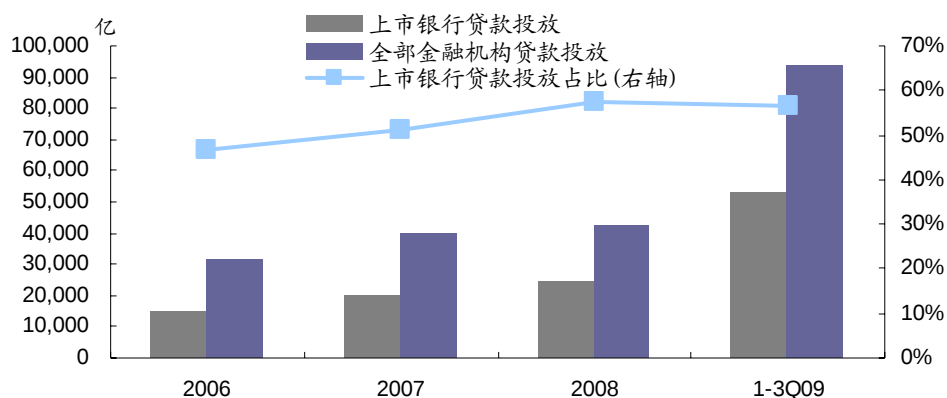
资料来源：中国人民银行，第一创业研究所



2.3 对 2010 年上市银行整体利息收入增长的测算

2006 至 2008 年，14 家上市银行当年新增贷款占全国所有新增贷款的比重分别为 46.85%、51.03%、57.32%，2009 年前三季度，这一占比略微下降至 56.39%。14 家上市银行中有 9 家的上市时间都集中在 2006 年 7 月至 2007 年 9 月之间，资本的快速扩张可以在很大程度上解释期间上市银行在新增贷款领域市场份额的大幅提升。2009 至 2010 年，已上市银行也有一些零星的再融资计划，但规模无法与首发上市融资时相比，故我们假设 2010 年上市银行在信贷市场占到的份额将与 2009 年前三季度大致持平，在 56.39% 左右的水平。

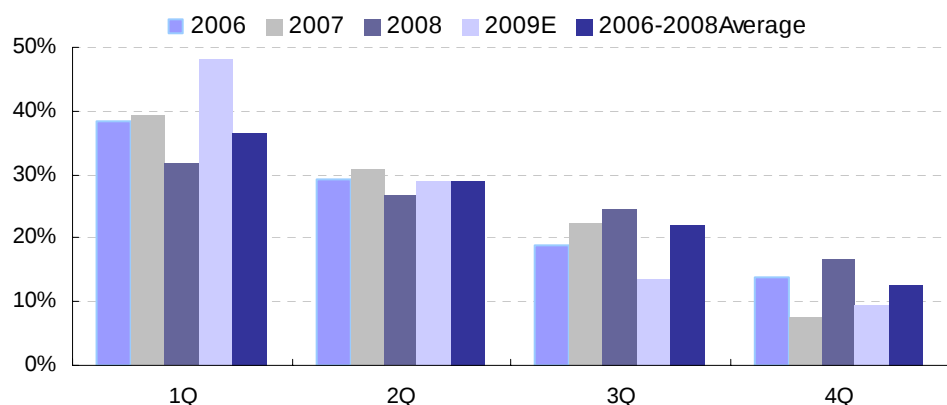
图 8 上市银行信贷投放市场份额



资料来源：中国人民银行，Wind，第一创业研究所

除了投放总量外，信贷在一个会计年度中的投放进度也决定了该年度平均规模的增长情况。从历史数据来看，每年的信贷投放在四个季度里均成前高后低的走势。我们选取了 2006 至 2008 年度的平均信贷投放进度作为 2010 年信贷投放进度的假设。之所以把 2009 年排除在外，一方面是因为 2009 年的数据目前还并不完整；另一方面 2009 年上半年由于商业银行担心信贷政策收紧，故采用大量票据贴现提前抢占规模，造成前高后低的情况较往年更为明显，这种情况的形成有其特殊背景，如果以此为一般性的参照，可能会造成对 2010 年利息收入的高估。以 2006 至 2008 年的平均信贷投放进度为参照，我们假设 2010 年从一季度到四季度，新增贷款将按照 36%、29%、22%、13% 的比例投放。

图 9 信贷投放进度



资料来源：中国人民银行，第一创业研究所



我们将 2010 年的贷款增长从 5 万亿至 10 万亿每隔 5000 亿分一档，一共分为 11 档，对各档新增贷款假设下，上市银行整体的利息净收入情况进行测算。在这里根据前文的分析，我们假设 2010 年全年上市银行的整体息差为 2.3%，另外假设 2010 年贷款在上市银行生息资产中的占比与 2009 年第 3 季度末持平。从表 1 中可以看到，当新增贷款仅为 5 万亿时（这是一个极端悲观的假设），上市银行整体也可实现 17.61% 的利息净收入增长。我们认为 2010 年的新增贷款的最佳估计数为 8 万亿，对应的利息净收入的增长为 22.42%。

表 1 不同新增贷款假设下，对 2010 年上市银行利息净收入的测算

新增贷款假设 (亿元)	上市银行 2010 年平 均生息资产余额 (亿元)	上市银行 2010 年利息收入 (亿元)	利息净收入 同比增长率
50,000.00	452,762.96	10,413.55	17.61%
55,000.00	455,851.45	10,484.58	18.41%
60,000.00	458,939.93	10,555.62	19.21%
65,000.00	462,028.42	10,626.65	20.01%
70,000.00	465,116.91	10,697.69	20.82%
75,000.00	468,205.40	10,768.72	21.62%
80,000.00	471,293.89	10,839.76	22.42%
85,000.00	474,382.37	10,910.79	23.22%
90,000.00	477,470.86	10,981.83	24.03%
95,000.00	480,559.35	11,052.87	24.83%
100,000.00	483,647.84	11,123.90	25.63%

资料来源：第一创业研究所

3. 看好银行股的三大理由

3.1 盈利增长的确定性强

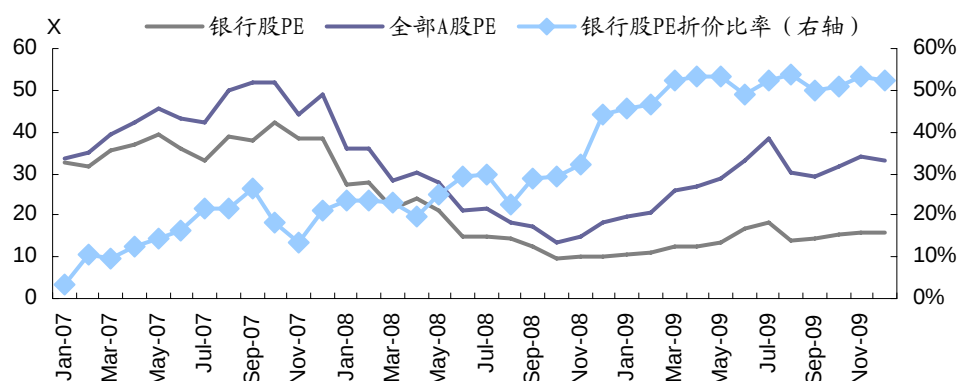
盈利增长的确定性主要是因为目前息差已处于底部区域，已基本没有下降空间，另外资产质量在 2010 年也将保持稳定，从而贷款规模的增长将成为决定商业银行在 2010 年盈利增长的首要因素。2009 年息差大幅下降冲抵规模增长的情况将不复出现。根据我们在上文中的测算，即使出现很极端的政策紧缩，在 2010 年新增贷款仅达 5 万亿的情况下，上市银行整体的利息净收入也有望实现 17.61% 的增长。按照我们预测的新增贷款 8 万亿的情况计算，上市银行整体的利息净收入增长将达到 22.42%。

3.2 估值优势明显

目前银行股的动态 PE（2009E）整体仅 14 倍，平均仅 18 倍，估值优势明显。从银行股 PE 的历史走势来看，其与全部 A 股及沪深 300 之间的差距自 2009 年以来一直位于相当高的水平。银行股相对于全部 A 股的 PE 折价率目前已达到 52.15%，这一指标在过去三年平均为 31.46%；银行股相对于沪深 300 的 PE 折价率目前为 41.16%，该指标在过去三年平均为 21.22%。

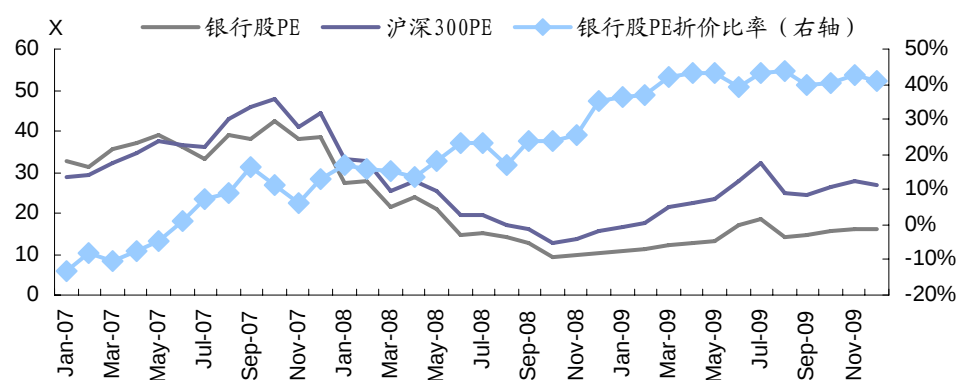


图 10 银行股与全部 A 股的 PE (TTM, 整体法)



资料来源: Wind, 第一创业研究所

图 11 银行股与沪深 300 的 PE (TTM, 整体法)



资料来源: Wind, 第一创业研究所

3.3 相对于其他行业对加息有更好的防御性

我们认为 2010 年至少在前三季度, 央行加息的可能性很小。但若预测出现偏差, 央行提前加息, 在升值压力巨大、热钱不断涌入的宏观环境下, 央行面临最优的加息方案是贷款基准利率上调幅度大, 存款基准利率上调幅度小, 或者只上调贷款基准利率, 而存款基准利率维持不变。对于银行业而言, 即意味着息差的大幅扩大。若加息周期提前而至, 银行业受益于息差提升, 盈利水平可进一步提高, 以此弥补加息对整体 A 股造成的估值下降的冲击。

4. 再融资问题不值得过度担忧

针对市场目前普遍比较担心银行股的再融资问题, 我们认为市场忧虑情绪过甚。

首先, 前文中我们从监管层意图的角度进行了分析, 目前资本充足率指标已成为政府调控信贷投放的手段, 资本充足率不会被提高到一个限制贷款正常投放的水平。

其次, 按照目前大型银行 11%, 中小型银行 10% 的资本充足率标准, 根据公司报告数据测算, 至 11 月末, 14 家上市银行中, 资本充足率不达标的仅有深发展一家。核心资本充足率不足 7% 的仅有浦发银行、招商银行、华夏银行、深



发展四家。而其中招商银行与深发展均已有进行中的再融资计划，华夏银行与浦发银行的核心资本充足率也均在 6% 以上。2009 年商业银行风险资产规模扩张迅猛，同时息差下降，利润增长不尽人意，导致资本内部积累难度加大，需要较多的外部融资渠道补充。但 2010 年，一方面规模扩张将在一定程度上放缓，另一方面息差已见底并有小幅回升空间，利润增长将与规模增长齐步，商业银行对资本的需求可更多地通过内部积累满足。

再者，商业银行出于战略考虑的主动融资行为，如为地域扩张、并购等目的筹措资本，对上市银行本身而言，其影响主要取决于资本的预期运作收益，资金面上的影响是被全部 A 股共摊的。不排除在市场热情高涨的时候，上市银行把握时机筹集资本，但主动融资的行为与受监管被动融资的行为不同，不应当直接作负面理解。

基于以上的原因，我们认为市场目前对银行股再融资的反应过度。

5. 重点投资品种推荐

进攻型股票推荐：宁波银行

进取型股票推荐：北京银行、南京银行

2010 年上市银行的业绩主要取决于规模增长，由此出发，我们重点推荐基数小，区域扩张空间广阔，正处于高增长期的城市商业银行，包括宁波银行、北京银行、南京银行。

宁波银行有正在进行中的定向增发方案，完成后可提升资本充足率约 4.9% 的百分点，为未来两三年的扩张打下良好基础。同时宁波银行的目标客户以中小企业为主，主要客户区域集中在东南沿海地区，其规模增长以及盈利情况相对于经济复苏的弹性较其他商业银行更大，我们作为进攻型股票推荐。

北京银行与南京银行也是区域扩张中的高增长城市商业银行，北京银行资产质量优良，南京银行在资金业务方面颇具特色。同时由于总体规模相对较小，再融资相对简单，未来扩张所受限制少，在未来两三年内扩张的可持续性很强。我们作为进取型股票推荐。

表 2 重点推荐银行股

证券简称	评级	收盘价	每股收益			市盈率 (X)		
		2009-12-18	08A	09E	10E	08A	09E	10E
宁波银行	强烈推荐	16.24	0.53	0.60	0.78	30.64	27.07	20.82
北京银行	强烈推荐	18.89	0.87	0.94	1.18	21.71	20.10	16.01
南京银行	强烈推荐	18.95	0.79	0.90	1.08	23.99	21.06	17.55

资料来源：第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、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，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120