

2010 年银行业投资策略报告

—盈利能力逐渐提升

银行业

评级: 推荐(维持)

2009 年 12 月 1 日 星期二

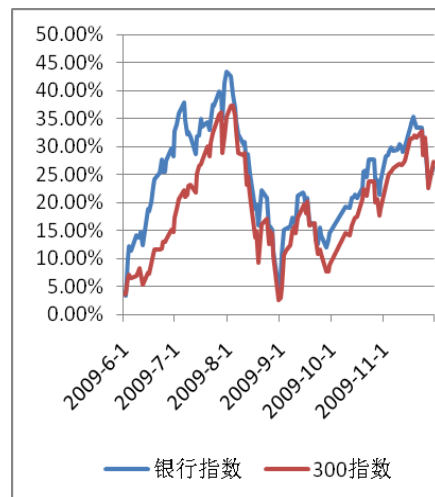
李文
010-59707106
liwen@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	1.90	-5.15
3 个月	20.63	-3.39
6 个月	22.22	-1.03

行业相对沪深 300 走势图



投资要点

- 资产快速扩张是中国银行业业绩提升的最主要动力, 生息资产增长对净利息收入的贡献在 80%以上。息差是影响业绩的第二因素, 息差上升使净利息收入加速增长, 息差回落则使净利息收入增速低于生息资产的增速。
- 2010 年, 中国银行业资产增长 16-18%、息差回升 20 个 BP, 是我们的基本预测。无论基调如何, 2010 年货币政策都比 2009 年紧一些, 它决定了信贷将适度扩张, 息差因此而有所回升。
- 目前的资产质量及拨备覆盖率处于历史最好水平, 为业绩增长提供了一定的保障。我们认为, 中国经济将缓慢、持续向好, 资产质量不会出现系统性和趋势性的恶化。
- 2009-2010 年是银行再融资的高峰年。股本扩张将摊薄短期 EPS, 但可为未来二、三年的业务发展提供支撑。
- 行业评级: 推荐(维持)
- 投资评级: 买入浦发银行、深发展、南京银行, 增持招商银行、兴业银行、民生银行、宁波银行、北京银行、中信银行、交通银行、建设银行、工商银行。

相关报告:

《2009 年下半年银行业投资策略报告》, 2009. 6. 26

目录

1. 收入增长的动力	4
1.1 生息资产增长是收入增长的第一动力	4
1.2 息差提高是收入增长的第二动力	4
1.3 非利息收入是收入增长的第三动力	5
2. 2010 年增长因素分析	5
2.1 2010 年总资产增长约 18%	5
2.2 资产负债结构分析	6
2.3 净息差回升约 20 个bp	7
3. 影响利润的其他因素	9
3.1 成本控制良好	9
3.2 资产质量好转	9
3.3 信贷成本小幅回升	9
3.4 拨备覆盖率良好	10
4. 核心资本充足率与再融资	11
4.1 核心资本充足率变化格局	11
4.2 今明两年是再融资高峰年	11
4.3 再融资利在中长期	12
5. 盈利预测与估值	12

图形目录

图 1. 净利息收入增长因素分解	4
图 2. 上市银行整体的净息差变动趋势	4
图 3. 手续费及佣金净收入占比	5
图 4. 中国银行业总资产增速	5
图 5. 银行业资金运用及各项贷款增速	5
图 6. 存款增速及活期存款占比	7
图 7. 营业支出与营业收入之比	9
图 8. 全体上市银行平均信贷成本	10
图 9. 资产减值支出占利息收入的比重	10
图 10. 平均的拨备覆盖率	10

表格目录

表 1. 各资产项目占资金运用的比例	6
表 2. 中长期贷款占各项贷款的比例	6
表 3. 上市银行整体的净利差变化趋势	7

表 4.	三年期债券收益率	8
表 5.	各银行核心资本充足率变化趋势.....	11
表 6.	04 年以来的息差及总资产累计增长	13
表 7.	盈利预测及PE估值	15
表 8.	PB估值	15

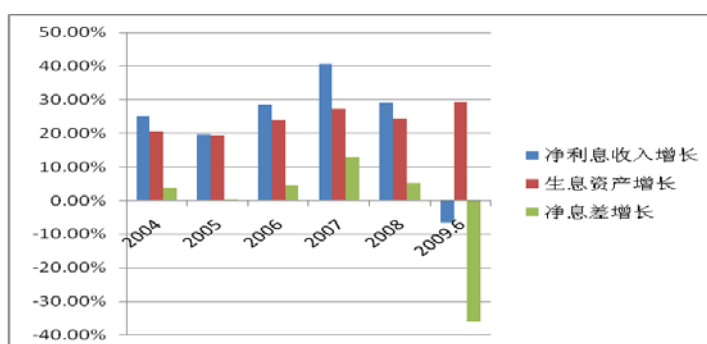
1. 收入增长的动力

1.1 生息资产增长是收入增长的第一动力

2004-2008 年间，净利息收入占营业收入的比重平均在 80%以上，很多银行在 90%以上。由于 2009 年净利息收入增长受到压制，在营业收入中的比重有所降低。

净利息收入增长来源于两方面，一是生息资产（相当于总资产的 97-98%）的增长，二是净利息收益率（净息差或 NIM）的提高。

图1. 净利息收入增长因素分解



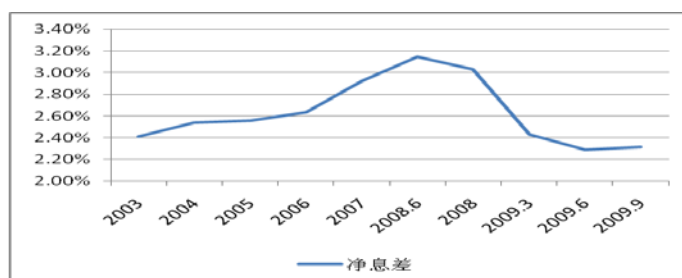
资料来源：各银行定期报告、东海证券研究所

图 1 显示，2004 年以来净利息收入增长主要来源于生息资产的扩张，生息资产增长对净利息收入的贡献在 80%以上。2009 年上半年及 1-9 月，息差负增长，在银行业生息资产增速创新高的作用下，净利息收入避免了更大幅度的下降。

1.2 息差提高是收入增长的第二动力

在基准利率和市场利率既定下，生息资产收益率主要取决于生息资产的配置，即生息资产在贷款和垫款、债券、其他生息资产之间的分配。增大一般贷款比重，可以提高息差，但大体将等额增大加权风险资产，从而降低资本充足率。

图2. 上市银行整体的净息差变动趋势

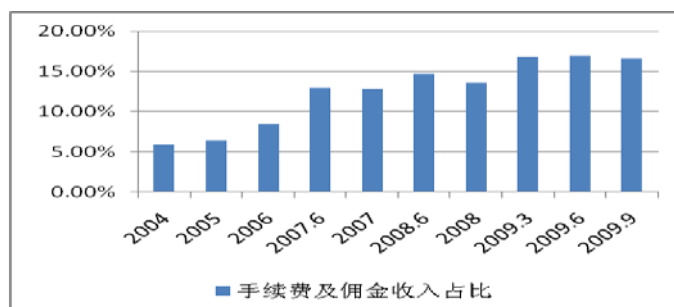


资料来源：各银行定期报告、东海证券研究所

1.3 非利息收入是收入增长的第三动力

近年来，非利息收入增速一直快于净利息收入增速，在营业收入中的占比保持稳步提高的趋势。非利息收入的快速增长提高了收入及利润的质量。

图3. 手续费及佣金净收入占比



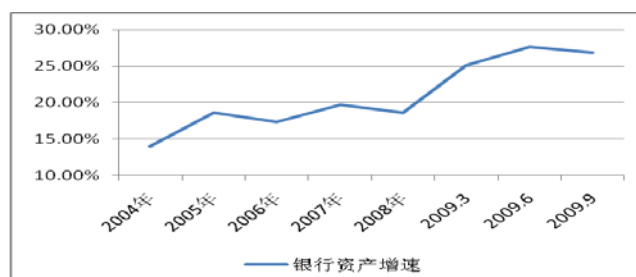
资料来源：各银行定期报告、东海证券研究所

2. 2010 年增长因素分析

2.1 2010 年总资产增长约 18%

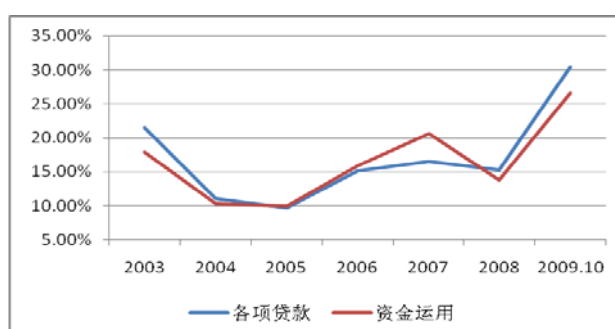
2004-2008 年间，中国银行业总资产增速一直在 20% 以下徘徊。进入 2009 年，迅速提高。我们估计 2010 年，中国银行业总资产约增长 16-18%。其中，国有五大银行增长 14%，股份制银行增长 20%，城市商业银行增长 23%。

图4. 中国银行业总资产增速



资料来源：中国银监会

图5. 银行业资金运用及各项贷款增速



资料来源：中国人民银行

2.2 资产负债结构分析

资产结构方面，目前（截止 2009 年 10 月）主要的资产结构与历史平均水平大体相当。值得关注的问题是，中长期贷款占各项贷款（含票据融资）的比重显著偏高，与此对应的是，短期贷款占比显著偏低。与 2002 年 6 月比，2009 年 10 月，中长期贷款占比提高了 18.56 个百分点，而短期贷款下降了 20.56 个百分点。

表1. 各资产项目占资金运用的比例

比例/运用	票据	一般贷款	证券	票据及证券
2002.6	2.67%	76.13%	19.62%	22.29%
2003.6	4.67%	75.86%	19.36%	24.04%
2004.6	4.91%	77.21%	18.83%	23.75%
2005.6	5.86%	76.41%	17.20%	23.06%
2006.6	7.06%	74.50%	17.99%	25.06%
2007.6	5.43%	76.31%	17.83%	23.26%
2008.6	3.38%	76.66%	19.60%	22.98%
2008.12	4.80%	74.77%	18.46%	23.26%
2009.6	7.54%	74.86%	17.27%	24.81%
2009.7	7.03%	75.15%	17.48%	24.51%
2009.8	6.38%	75.82%	17.47%	23.85%
2009.9	5.58%	76.53%	17.41%	22.99%
2009.10	5.13%	76.89%	17.50%	22.63%

资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

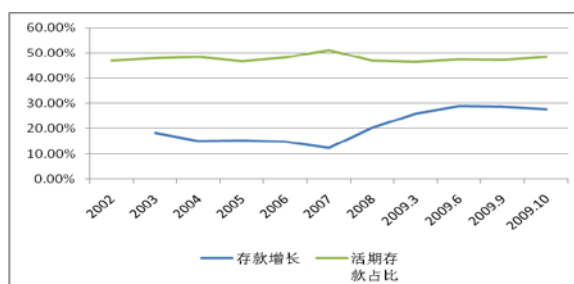
表2. 中长期贷款占各项贷款的比例

	短期贷款	中长期贷	票据	一般贷款
2002.6	56.62%	35.75%	3.38%	96.62%
2003.6	53.10%	46.72%	5.80%	94.20%
2004.6	49.84%	48.09%	5.98%	94.02%
2005.6	45.80%	43.85%	7.12%	92.88%
2006.6	43.33%	45.42%	8.66%	91.34%
2007.6	42.84%	47.90%	6.64%	93.36%
2008.6	42.20%	50.99%	4.23%	95.77%
2008.12	40.17%	51.29%	6.03%	93.97%
2009.6	36.81%	51.36%	9.15%	90.85%
2009.7	36.46%	52.17%	8.56%	91.44%
2009.9	36.33%	53.69%	6.80%	93.20%
2009.10	36.06%	54.31%	6.25%	93.75%

资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

与 2008 年及以前年份比较, 2009 年存款增速显著提高。扣除 2007 年的极端情况, 活期存款占比与以前年份则无较大差别。

图6. 存款增速及活期存款占比



资料来源: 中国人民银行, 东海证券研究所

基于上述分析, 我们估计 2010 年, 银行业资产结构的主要变化可能是中长期贷款比例稳中趋降, 活期存款占比不会有较大变化。

2.3 净息差回升约 20 个 bp

上市银行作为一个整体, 净利差水平于 2、3 季度基本见底。从 2009 年以来的情况看, 净利差见底回升的主要原因, 不是来源于生息资产收益率的提升, 而是来源于计息负债成本的下降。

表3. 上市银行整体的净利差变化趋势

银行整体	2004	2005	2006	2007	2008	2009.3	2009.6	2009.9
生息资产收益率	4.07%	4.23%	4.38%	4.91%	5.41%	4.17%	4.00%	4.00%
计息负债成本	1.66%	1.79%	1.85%	2.11%	2.54%	1.97%	1.85%	1.78%
净利差	2.42%	2.44%	2.53%	2.81%	2.87%	2.20%	2.15%	2.22%
四大银行								
生息资产收益率	3.78%	4.04%	4.25%	4.66%	5.00%	3.99%	3.87%	3.87%
计息负债成本	1.30%	1.54%	1.77%	1.88%	2.19%	1.82%	1.74%	1.69%
净利差	2.48%	2.50%	2.48%	2.78%	2.81%	2.17%	2.13%	2.18%
股份制银行								
生息资产收益率	4.18%	4.27%	4.48%	5.08%	5.51%	4.20%	4.10%	4.09%
计息负债成本	1.78%	1.90%	1.96%	2.28%	2.70%	2.19%	2.06%	1.99%
净利差	2.40%	2.37%	2.52%	2.80%	2.81%	2.01%	2.04%	2.10%
两家小城商行								
生息资产收益率	4.21%	4.63%	4.48%	5.07%	5.68%	4.30%	4.09%	4.15%
计息负债成本	1.50%	1.62%	1.75%	2.16%	2.73%	1.71%	1.67%	1.58%
净利差	2.71%	3.01%	2.73%	2.91%	2.95%	2.59%	2.42%	2.57%

资料来源: 各银行定期报告, 东海证券研究所

2-3 季度, 生息资产收益率基本没有回升, 这与一般贷款收益率基本没

有提高有很大关系。根据中国人民银行的分析，2009年3月、6月、9月，人民币一般贷款加权平均利率分别为5.70%、5.70%、5.74%，票据贴现利率分别为1.88%、1.95%、2.48%，贷款利率分别为4.76%、4.98%、5.05%。显然，贷款利率的提高主要来源于票据贴现利率的向上修复。

一般贷款利率基本没有提高也可以从贷款利率浮动情况得到印证。截止2009年9月，利率下浮贷款占31.82%，较2008年9月提高10.23个百分点，基本是2004年以来下浮最大的时期；利率上浮贷款占37.57%，较2008年9月减少9.69个百分点，是2004年以来上浮最少的时期。

此外，债券利率也在修复之中。

表4. 三年期债券收益率

	2006	2007	2008.1-3	2008.1-6	2008.1-9	2008	2009.1-3	2009.1-6	2009.1-10
国债	2.36%	3.30%	3.86%	3.80%	3.82%	3.41%	1.61%	1.68%	1.97%
政策性金融债	2.88%	3.79%	4.70%	4.71%	4.59%	4.17%	1.84%	2.01%	2.33%
央行票据	2.58%	3.33%	4.14%	4.15%	4.62%	3.71%	1.66%	1.75%	2.11%
AAA级企业债	3.52%	4.23%	5.35%	5.37%	5.37%	4.92%	2.87%	2.87%	3.21%

资料来源：WIND、东海证券研究所

影响净利差的另一个重要因素是计息负债成本，或者就是存款利率。最近一次利率调整是2008年12月23日。2008年底以来的基准存款利率水平，活期及6个月以内的与2002-2004年的基本持平，而1年及以上期限则高于2002-2004年。

2008年底以来，存款重新定价的过程就是新增存款及已到期存款接受更低利率的过程，该过程使平均存款利率或计息负债成本平稳下降。我们预计2009年4季度存款重新定价基本结束，这意味着2010年平均存款利率基本不再受益于重新定价。或者说，在目前的基准利率及存款结构下，平均的计息负债成本基本也已见底。

综上所述，9月份贷款（含贴现）平均利率较3月份提高了29个bp，1-10月三年期国债收益率较1季度提高了36个bp（政策性金融债及央行票据提高的等多一些）。

2010年中国经济继续向好是大概率事件，货币政策毫无疑问将比2009年紧一些，上调法定准备率的可能性增大，这些因素将推动利率回升。我们估计，不考虑基准利率调整的情况下，上市银行净息差回升幅度可能为20个bp。回升的动力，主要是贷款利率上浮增多、下浮减少、票据贴现利率及新增债券收益率的提高等。

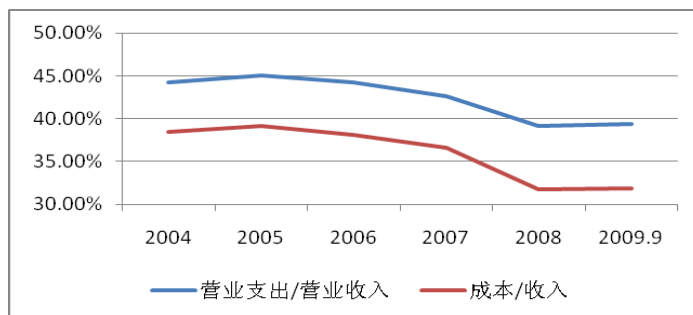
3. 影响利润的其他因素

3.1 成本控制良好

2006-2008 年，营业支出增速均低于营业收入增速。2009 年 1-9 月，由于营业收入增速显著降低和成本刚性原因，营业支出增速超过了营业收入增速。尽管如此，营业支出与营业收入之比总体上仍保持下降或持平趋势，其中成本收入比也保持着类似趋势。

我们估计，2010 年的营业支出与营业收入之比、成本收入比大体保持稳定，营业支出增长与营业收入增长总体上持平。

图7. 营业支出与营业收入之比



资料来源：各银行定期报告、东海证券研究所

3.2 资产质量好转

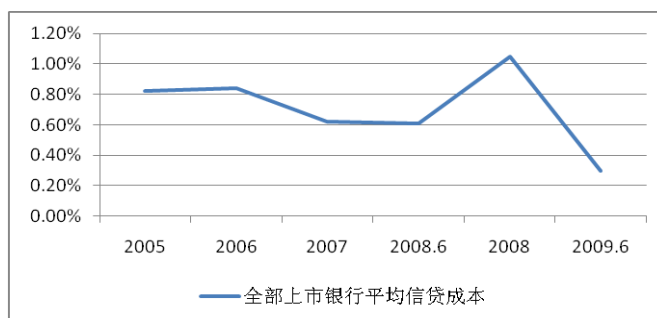
2009 年 6 月底的数据显示，7 家银行不良贷款余额较 2008 年底有所增加，2009 年 9 月底，13 家银行披露的不良贷款数据（华夏银行未披露）显示，与 2009 年 6 月底相比，只有 1 家银行不良贷款余额在增加。在此期间，不良率基本都在下降。

目前的不良贷款率基本处于近年来最低水平，没有一家银行不良率超过 2%，部分银行已低于 1%。我们认为，不良率继续下降的难度越来越大，即使下降，幅度也越来越小。未来不良率能大体保持目前的状况，就应该是比较理想的结果。这意味着，随着资产或信贷资产的扩张，银行总体的资产质量并未恶化。

3.3 信贷成本小幅回升

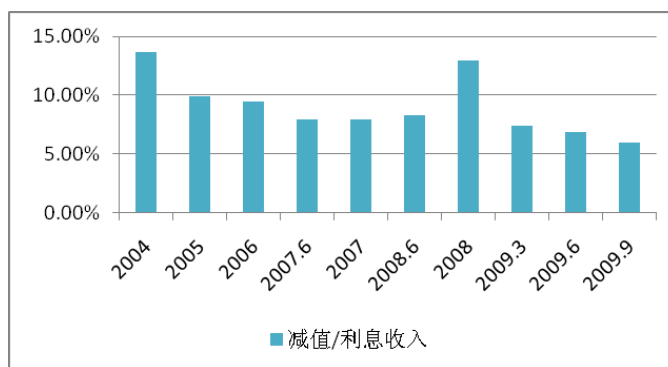
2002 年至 2008 年 6 月，四家银行（招行、浦发、民生、华夏）平均的信贷成本基本稳定，在 0.60%-0.80%之间，2008 年第四季度明显提高。2009 年上半年一方面贷款增长迅猛，另一方面是贷款减值损失支出减少，信贷成本出现了显著的下降。我们估计，2010 年将有所提高。将全部上市银行作为一个整体，得出的结论基本类似。

图8. 全体上市银行平均信贷成本



资料来源：各银行定期报告、东海证券研究所

图9. 资产减值支出占利息收入的比重

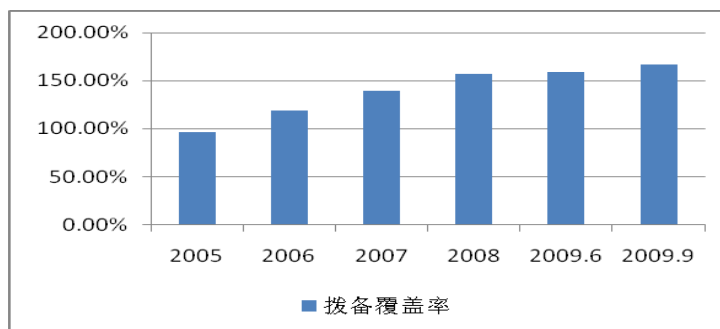


资料来源：各银行定期报告、东海证券研究所

3.4 拨备覆盖率良好

与此同时，整体的拨备覆盖率水平却在提高，为多年来最高水平。国内上市银行拨备覆盖率大幅提高主要出现在 2008 年 4 季度。良好的拨备覆盖率为未来的利润增长提供了一定的支持。

图10. 平均的拨备覆盖率



资料来源：各银行、东海证券研究所，09 年 9 月数据不含华夏银行。

4. 核心资本充足率与再融资

4.1 核心资本充足率变化格局

2007 年底至 2009 年 6 月底，只有华夏银行（增发 76053 万股，价格 14.62 元/股）进行了再融资。通过此期间核心资本充足率的变化，可以总结出以下现象：大银行核心资本充足率下降速度慢；因扩张银行或非银行金融业务，城市商业银行核心资本充足率下降最快；股份制银行核心资本充足率降幅居中；初始核心充足率处于较低水平的，核心资本充足率下降速度最慢，这可能与资本约束及节约资本有关。

表5. 各银行核心资本充足率变化趋势

	2004	2005	2006	2007	2008	2009.6	2009.9	09 年 6 月-07 年
工商银行		8.11%	12.23%	10.99%	10.75%	9.97%	9.86%	-1.02%
建设银行	8.06%	11.08%	9.92%	10.37%	10.17%	9.30%	9.57%	-1.07%
中国银行	8.48%	8.08%	11.44%	10.67%	10.81%	9.43%	9.37%	-1.24%
交通银行	6.72%	8.78%	8.52%	10.27%	9.54%	8.81%	8.08%	-1.46%
招商银行	5.44%	5.57%	9.58%	9.02%	6.56%	6.50%	6.61%	-2.52%
中信银行		5.72%	6.57%	13.14%	12.32%	10.45%	9.84%	-2.69%
浦发银行	4.21%	4.01%	5.44%	5.01%	5.03%	4.68%	6.76%	-0.33%
民生银行	5.04%	4.80%	4.40%	7.40%	6.60%	5.90%		-1.50%
兴业银行		4.90%	4.80%	8.83%	8.94%	7.41%	7.50%	-1.42%
华夏银行	5.25%	5.12%	4.82%	4.30%	7.46%	6.84%		2.54%
深发展	2.32%	3.71%	3.68%	5.77%	5.27%	5.08%	5.20%	-0.69%
北京银行		7.59%	8.57%	17.47%	16.42%	13.48%		-3.99%
南京银行		8.72%	8.41%	27.38%	20.68%	13.31%	11.63%	-14.07%
宁波银行	8.38%	8.68%	9.71%	18.99%	14.60%	11.56%	10.25%	-7.43%

资料来源：各银行定期报告、东海证券研究所

核心资本充足率的变化格局与资产配置结构和风险资产的增速有很大关系。大银行贷款和垫款占生息资产的比重多在 50%或以下，具有高风险特征的一般贷款增速较低；股份制银行贷款和垫款的比重多在 50%以上，高者在 60%以上，一般贷款增速多数都处于较高水平；三家城市商业银行贷款和垫款的比重与大银行相似，但一般贷款的增速均较高，特别是规模小的城市商业银行。

4.2 今明两年是再融资高峰年

2009 年多数股份制银行通过了再融资方案或完成了再融资。具体情况是：

浦发银行：2009 年 9 月底非公开发行了 90416 万股，价格 16.59 元/股，募集资金净额 148.3 亿元。上次募集的时间是 2006 年 11 月，公开发行了 439882 万股，价格 13.64 元/股，募集资金净额 59.1 亿元。

民生银行: 2009 年 11 月发行了 33.2 亿股, 价格 9.08 港元/股, 募集资金约 301 亿港元。上次募集的时间是 2007 年 6 月, 非公开发行了 23.8 亿股, 价格 7.63 元/股。

招商银行: 2006 年 9 月发行了 22 亿股 H 股, 价格 8.55 港元/股, 目前的再融资方案为不超过 10 配 2.5 股, 募集金额不超过 220 亿元。

兴业银行: 2007 年初首次公开发行了 10.01 亿股, 价格 15.98 元/股。董事会 2009 年 11 月通过的再融资方案为, 不超过 10 配 2.5 股, 募集金额不超过 180 亿元。

宁波银行: 2007 年 6 月首次公开发行了 4.5 亿股, 价格 9.20 元/股。2009 年 11 月初的再融资方案为, 原主要股东合计将认购 38382 万股, 价格 11.63 元/股。

深发展: 2009 年 6 月通过的再融资方案为, 向平安寿险发行 3.70-5.85 亿股, 价格为 18.26 元/股。

根据截止 2009 年 9 月的核心资本充足率状况, 我们认为华夏银行也需要再融资。此外浦发银行目前的核心资本充足率仍然不够高。进入 2010 年, 交通银行及其它大银行或将陆续提出再融资方案。

4.3 再融资利在中长期

正如我们在本报告的前面指出的, 中国银行业生息资产高速增长是推动银行业绩增长的最主要原因, 具有高风险权重的贷款占生息资产中的比重较高, 其中, 大银行约占 50%, 股份制银行约占 60%。因此, 高成长过程要占用较多的资本。

就短期来说, 股本扩张方式的再融资对短期如 1 年内的 EPS 及 ROE 都有压制作用。但中长期的业绩增长将得到保障。

5. 盈利预测与估值

根据我们的预测, 2010 年, 全体上市银行净利润增长约 19.51%, 增速高于 2009 年。

行业评级: 推荐

个股评级: 买入浦发银行、深发展、南京银行, 增持招商银行、兴业银行、民生银行、北京银行、宁波银行、中信银行、交通银行、建设银行、工商银行。

我们以 2004 年至 2009 年 9 月间累计总资产增速和净利差 (NIS) 为基础, 结合其他指标, 对主要银行做出如下分析。

浦发银行 (600000): 期间总资产累计增长 177%, 位居股份制银行的第一位, 按 2009 年 9 月底总资产衡量, 是国内第六大上市银行。其净利差略高于

行业平均数。近年来，该银行降低了贷款在生息资产中的比重，与以前的模式比较，初步具有了资本节约特征。该行于 2009 年 9 月完成了再融资，核心资本充足率及资本充足率分别为 6.76% 和 10.16%。我们认为类似的资本充足率大体可以支持未来两年的业务扩张，而且适中的核心资本充足率有利于保持良好的 ROE 水平。

表6. 04 年以来的息差及总资产累计增长

04-09.9 平均	生息资产 收益率	计息负 债成本	NIS	总资产累计增长 2004-2009.9
工商银行	4.20%	1.68%	2.51%	80.73%
建设银行	4.40%	1.62%	2.78%	103.98%
交通银行	4.41%	1.81%	2.60%	132.27%
招商银行	4.35%	1.64%	2.71%	174.55%
浦发银行	4.52%	1.94%	2.58%	177.00%
中信银行	4.56%	1.92%	2.64%	140.15%
民生银行	4.72%	2.22%	2.50%	142.82%
兴业银行	4.77%	2.26%	2.52%	166.54%
深发展	5.12%	2.62%	2.51%	141.81%
北京银行	4.00%	1.63%	2.37%	115.27%
宁波银行	4.80%	1.73%	3.06%	240.49%
南京银行	4.61%	2.04%	2.56%	201.62%
平均	4.50%	1.96%	2.55%	

资料来源：各银行定期报告、东海证券研究所

深发展（000001）：期间总资产累计增长 141.81%，由于积极配置贷款，生息资产收益率在全部上市银行中保持第一。如果获得监管部门的批准，中国平安将在 2010 年底之前受让新桥持有的深发展股权。假如向平安寿险定向增发顺利完成，按 2009 年 9 月底数据，核心资本充足率接近 7.7%，资本充足率将超过 11%。我们认为，这样的资本充足率将为未来两年多的业务发展提供的资本支持。

南京银行（601009）：期间内总资产累计增长 201.62%，净利差与行业基本持平，这主要来源于高于行业平均数的生息资产收益率（计息负债成本略高于与 2007 年及 2008 年较高的计息负债成本有关）。特别值得提及的是，南京银行资产配置的风险大体上处于最低水平，贷款在生息资产的比重不足 50%，甚至还低于大银行。其营业支出与营业收入之比或成本收入比具有明显的优势。

招商银行（600036）：期间总资产累计增长 174.55%，在全部股份制银行中位居第二。由于票据贴现占贷款和垫款的比重较高，总体的资产风险程度并不高。在股份制银行中，其净利差水平最高，在全部上市银行中也保持在最高之

列。良好的净利差不是来源于生息资产收益率的优势，而是来源于几乎保持最低的计息负债成本或存款利率，这种优势仍将保持相当长的时间。即将完成的配股将为未来约三年业务发展提供资本支持。

兴业银行(601166): 期间总资产累计增长 166.54%，多年来其贷款和垫款占生息资产的比重多在 50%左右，低于股份制银行的平均数，总资产的风险程度适中。净利差略低于上市银行的平均数，尽管其生息资产收益率在全部股份制银行中保持第二的位置，但偏高的计息负债成本拉低了净利差。截止 2009 年 9 月底，核心资本充足率为 7.50%，其董事会已通过了配股方案。

民生银行(600016): 期间总资产累计增长 142.82%，由于积极配置贷款，生息资产的收益率在上市银行中处于前列，但较高的计息负债成本压低了净利差。未来如果能有效降低成本收入之比，将进一步增大业绩提升的空间。刚刚完成的 H 股发行将为未来业务发展提供有力的支撑。

北京银行(601169): 期间总资产累计增长 115.27%，贷款占生息资产的比重低于股份制银行，与大银行基本接近，总资产的风险程度较低。北京银行生息资产收益率最低，且远远地于其他银行，尽管计息负债成本也几乎最低，但净利差仍然处于最低之列。虽然净利差低，但北京银行截止目前的成本收入比也非常低，大约比其他银行低 10 个百分点。我们预计，随着异地业务的扩张，北京银行的生息资产收益率、计息负债成本及成本收入比将呈现小幅稳步提高趋势。

宁波银行(002142): 期间内总资产累计增长 240.49%，净利差名列前茅，达到 3.06%，这主要来源于良好的生息资产收益率和适中的计息负债成本。快速的总资产扩张并没有增大贷款和垫款的占比。资产快速扩张将消耗大量的资本，较大幅度地降低核心资本充足率，但主要股东用行动表明愿意继续增资支持银行扩张。未来的主要看点是，异地扩张的速度和质量。2008 年以来，不良贷款余额在增长，这可能与信贷资产集中于宁波有关。随着异地扩张的逐渐加速，估计成本收入比有可能小幅提高。

中信银行(601998): 期间总资产累计增长 140.15%，净利差大体处于中间状态。

交通银行(601328): 期间总资产累计增长 132.27%，由于贷款占生息资产的比重低于其他一些股份制银行，其生息资产收益率虽然高于其他大银行，但低于股份制银行，净利差水平高于全部上市银行的平均数。

建设银行(601939): 期间总资产累计增长 103.98%，贷款的配置比重及生息资产收益率高于工商银行等大银行，加之具有最低的计息负债成本优势，其净利差在全部上市银行中位居第二，如不考虑城市商业银行，则为第一。

工商银行(601398): 期间总资产累计增长 80.73%，在大银行及股份制银

行中，贷款占生息资产的比重最低，不到 50%，这一方面使其生息资产收益率保持在较低水平，由于计息负债成本低于股份制银行，净利差也保持着合理的水平。另一方面，由于贷款比重不高，总体资产的风险程度也不高，如果未来的风险控制水平不降低，其不良贷款率将保持在较低水平。

表7. 盈利预测及 PB 估值

	EPS			股价	PE			投资评级
	2009	2010	2011		2009	2010	2011	
工商银行	0.39	0.45	0.51	5.23	13.41	11.62	10.25	增持
建设银行	0.47	0.55	0.62	5.93	12.62	10.78	9.56	增持
交通银行	0.59	0.74	0.93	8.47	14.36	11.45	9.11	增持
招商银行	1.00	1.32	1.66	17.29	17.29	13.10	10.42	增持
浦发银行	1.61	2.04	2.48	22.02	13.68	10.79	8.88	买入
中信银行	0.37	0.46	0.57	6.48	17.51	14.09	11.37	增持
民生银行	0.58	0.63	0.78	7.70	13.28	12.22	9.87	增持
兴业银行	2.54	3.07	3.69	38.42	15.13	12.51	10.41	增持
深发展	1.57	2.10	2.70	24.26	15.45	11.55	8.99	买入
北京银行	0.98	1.26	1.51	17.71	18.07	14.06	11.73	增持
宁波银行	0.56	0.72	0.90	13.90	24.82	19.31	15.44	增持
南京银行	0.88	1.15	1.41	17.49	19.88	15.21	12.40	买入

表8. PB 估值

	每股净资产			股价	PB			投资评级
	2009	2010	2011		2009	2010	2011	
工商银行	2.01	2.46	2.91	5.23	2.60	2.13	1.80	增持
建设银行	2.47	3.02	3.64	5.93	2.40	1.96	1.63	增持
交通银行	3.32	4.07	5.00	8.47	2.55	2.08	1.69	增持
招商银行	4.90	6.22	7.88	17.29	3.53	2.78	2.19	增持
浦发银行	8.51	10.55	13.03	22.02	2.59	2.09	1.69	买入
中信银行	2.73	3.18	3.75	6.48	2.37	2.04	1.73	增持
民生银行	4.00	4.63	5.41	7.70	1.93	1.66	1.42	增持
兴业银行	11.80	14.87	18.55	38.42	3.26	2.58	2.07	增持
深发展	6.55	8.65	11.35	24.26	3.70	2.80	2.14	买入
北京银行	6.12	7.38	8.89	17.71	2.89	2.40	1.99	增持
宁波银行	3.88	4.60	5.50	13.90	3.58	3.02	2.53	增持
南京银行	6.58	7.73	9.14	17.49	2.66	2.26	1.91	买入

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名: 李文, 博士研究生, 具有 3 年银行工作经历和 7 年证券分析经历

跟踪范围: 内地银行股

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122