

业绩增长确定，静候驱动事件——2010 年银行业投资策略

银行业

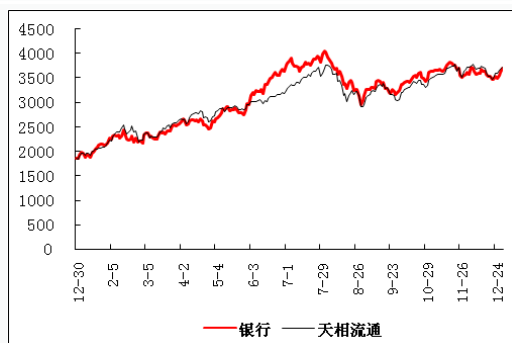
增持（维持）

报告日期：2010 年 1 月 4 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	3717.30	4.61
天相流通指数	3878.91	2.96
上证指数	3277.14	2.56

行业指数近一年走势图



相关报告：

《迎接贷款利率上浮和抵质押物价格上升》
《关注“以价补量”带来的投资机会》

分析师—王逸峰

010-66045820 wangyf@txsec.com

首席分析师—石磊

010-66045557 shil@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 2010年银行业绩增长20%以上的确定性较强；
- 贷款利率上浮、资产质量稳定可能使盈利超预期，而再融资的真实压力也可能好于预期；
- 银行估值折价的修复、市场的风格转换，可能需要信贷高增长、股指期货、加息等事件的驱动；
- 继续推荐：**深发展A、中信银行、兴业银行。**

投资要点：

- **盈利拐点信号显现：**2009年上半年，银行通过“以量补价”的方式，使净利润同比保持平稳。而三季度以来，多数上市银行净息差已明显触底回升，盈利拐点信号显现。而由于资产质量好于年初预期，拨备压力减小，前三季度净利润同比增长2.2%，增速成功转正。
- **未来业绩增长确定性强：**因低基数原因，四季度净利润同比增速将进一步加快。而对2010年，我们预计新增贷款将保持在7-8万亿元，规模因素将成为盈利增长的重要驱动因素。同时，预计净息差将稳中有升。在相对保守的假设下，预计2009和2010年上市银行净利润分别同比增长14.1%和21.7%。
- **存在超预期因素：**预计贷款利率的上浮将使盈利增长超预期。在加息预期下，大量贷款利率下浮的状况将可能得到改变，并使对中小企业的平均利率提前上浮，以反映1-2次加息的影响。贷存比较高的银行受益幅度较大。此外，预计不良贷款短期内不会大幅反弹，不良贷款率低的银行盈利超预期的可能性较大。
- **再融资真实压力有限：**除已公告未进行的607亿元融资外，预计华夏银行、浦发银行、交通银行、中国银行可能最先提出合计约1750亿元的融资方案。其他银行的再融资，其节奏将受监管部门的调控，其规模要视监管部门的态度和汇金是否参与。我们认为市场可能对银行再融资压力担忧过度。当然，银行本身的经营模式转型是从根本上抑制这种持续再融资压力的举措。
- **估值修正需要驱动因素：**目前银行股估值较市场平均值存在41%的折价。我们认为这种估值折价的修复、市场风格的转换，需要驱动因素的刺激。建议关注信贷高增长、准备推出股指期货、进入加息周期等事件。

目录

1.	盈利拐点信号显现	4
1.1	前三季度净利润同比增速转正	4
1.2	第三季度净息差已环比回升	5
1.3	2010 年业绩增长确定性较强	6
2.	仍存在超预期因素	7
2.1	贷款利率上浮	7
2.2	资产质量稳定	8
2.3	再融资真实压力有限	10
3.	投资机会分析	13
3.1	板块估值折价的修正需要驱动因素	13
3.2	建议投资盈利弹性大的中小银行	14

图表目录

图表 1: 上市银行净利润同比增速情况.....	4
图表 2: 上市银行净利润环比增速情况.....	4
图表 3: 上市银行前三季度净利润同比增长归因(%).....	5
图表 4: 上市银行 2009 年净利润同比增长归因(%).....	6
图表 5: 上市银行 2010 年净利润同比增长归因(%).....	6
图表 6: 银行业贷款利率上下浮动情况.....	7
图表 7: 各银行三季度末贷款比重指标.....	8
图表 8: 各银行拨备覆盖率情况.....	9
图表 9: 各银行资本充足率状况.....	10
图表 10: 银行股滚动 PE 较全部 A 股的折溢价比例	13
图表 11: 季末积极偏股型基金仓位和持有金融股比重	13

表格目录

表格 1: 各银行净息差变化趋势.....	5
表格 2: 各银行不良贷款率变化趋势.....	9
表格 3: 已进行或已公告将要进行的股权融资	11
表格 4: 2010 年进行再融资可能性较大的银行	11
表格 5: 各银行 PE 估值表	15

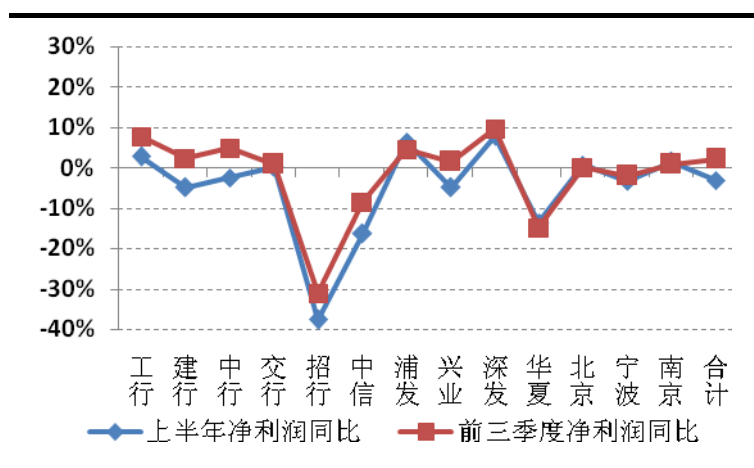


1. 盈利拐点信号显现

1.1 前三季度净利润同比增速转正

受降息影响，2009 年上市银行净息差均呈现同比大幅下降。2009 年前三季度，上市银行实现净利息收入 6492 亿元，同比下降 7.4%；拨备前利润为 5046 亿元，同比下降 6.3%。但由于拨备支出同比大幅度下降 39.0%，最终实现归属母公司净利润 3386 亿元，同比上升 2.2%。净利润增速经历了一季度的同比下降 8.5%，到上半年的同比下降 3.1%，最终在三季度实现同比正增长。

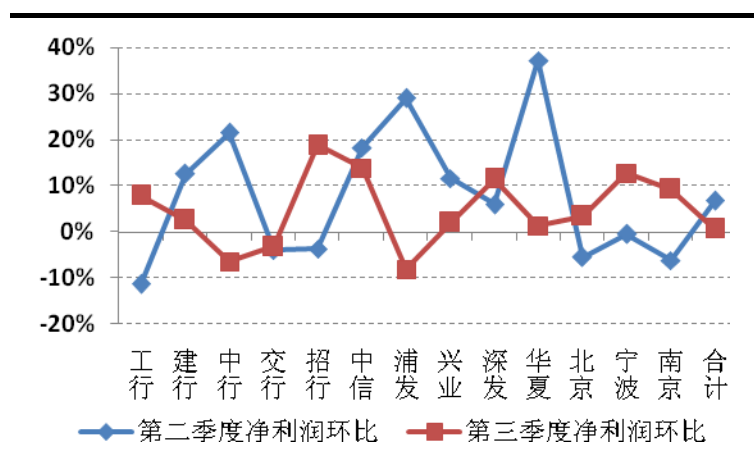
图表 1：上市银行净利润同比增速情况



数据来源：公司财报，天相投顾整理

从环比情况来看，上市银行二季度起已呈现盈利的环比回升。第二季度净利润环比增长 6.7%，第三季度继续环比小幅上升 0.7%。

图表 2：上市银行净利润环比增速情况



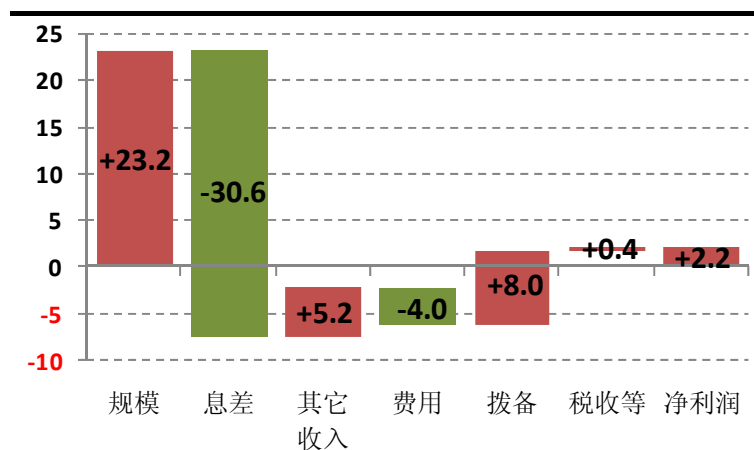
数据来源：公司财报，天相投顾整理

注：民生银行因处置海通证券带来的一次性投资收益，使净利润环比波动较大，上图中略去

1.2 第三季度净息差已环比回升

从前三季度净利润增长的动因来看：净息差大幅下降仍是制约净利润的首要因素。但由于贷款规模超预期的快速增长，净利息收入的降幅较小。并且，尽管拨备前利润仍同比下降 6.3%，但由于资产质量状况较好，使得上市银行拨备压力减小，最终使净利润同比增长 2.2%。

图表 3：上市银行前三季度净利润同比增长归因(%)



数据来源：公司财报，天相投顾测算

而就拖累业绩的净息差因素来看，2009 年第二季度，上市银行加权平均净息差仅为 2.13%，较 2008 年一季度大幅下降 94 个基点；但 2009 年第三季度，净息差环比提高 9 个基点，至 2.22%。表明在经历了 2008 年以来的持续下降之后，目前净息差已呈现出回升迹象。

这一方面是因为资产方重定价快于负债方，如降息导致的贷款平均利率下降在上半年较为集中，而存款成本的下降相对滞后；另一方面也是因为资产负债结构的一些变动，如低收益率的贴现贷款比重的降低，低成本的活期存款的比重提高等。

表格 1：各银行净息差变化趋势

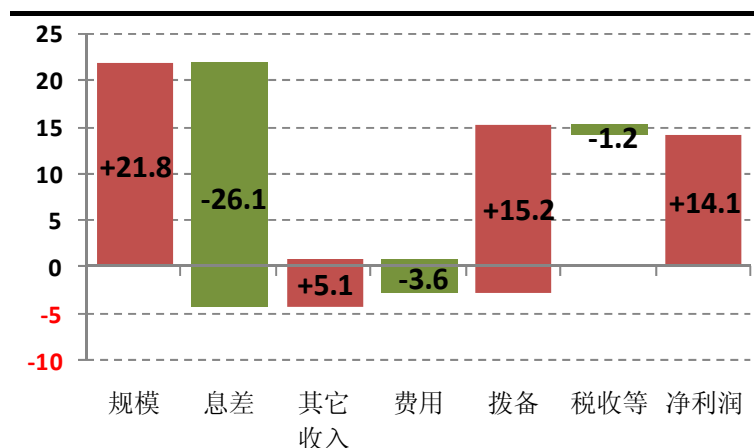
NIM(%)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
工商银行	3.03%	↓ 2.89%	↓ 2.82%	↑ 2.83%	↓ 2.26%	↓ 2.11%	↑ 2.19%
建设银行	3.28%	↑ 3.31%	↓ 3.23%	↓ 3.09%	↓ 2.54%	↓ 2.34%	↓ 2.32%
中国银行	2.76%	↓ 2.65%	↓ 2.61%	↓ 2.51%	↓ 2.06%	↓ 1.95%	↑ 2.05%
交通银行	3.06%	↓ 2.88%	↓ 2.84%	↓ 2.44%	↓ 2.07%	↓ 1.95%	↑ 2.14%
招商银行	3.57%	↓ 3.58%	↓ 3.23%	↓ 2.90%	↓ 2.29%	↓ 1.97%	↑ 2.11%
中信银行	3.43%	↑ 3.47%	↓ 3.45%	↓ 3.01%	↓ 2.39%	↓ 2.36%	↑ 2.61%
浦发银行	3.27%	↓ 3.17%	→ 3.17%	↓ 2.69%	↓ 2.08%	↓ 2.05%	↑ 2.22%
兴业银行	3.00%	↑ 3.08%	↓ 2.93%	↓ 2.66%	↓ 2.27%	↓ 2.15%	↑ 2.35%
民生银行	2.78%	↑ 3.18%	↓ 3.09%	↓ 2.90%	↓ 2.50%	↓ 2.25%	↑ 2.53%
深发展A	3.32%	↓ 2.99%	↓ 2.91%	↓ 2.76%	↓ 2.69%	↓ 2.34%	↑ 2.38%
华夏银行	2.78%	→ 2.83%	↓ 2.65%	↓ 2.19%	↓ 1.85%	↑ 1.90%	↑ 2.07%
北京银行	2.99%	→ 2.99%	↑ 3.08%	↓ 2.82%	↓ 2.37%	↓ 2.26%	↑ 2.32%
宁波银行	3.50%	→ 3.50%	↑ 3.52%	↓ 3.09%	↓ 2.92%	↓ 2.85%	↓ 2.82%
南京银行	3.21%	↓ 3.05%	↓ 2.87%	↑ 3.12%	↓ 2.63%	↓ 2.58%	↓ 2.46%
加权平均	3.07%	↓ 3.01%	↓ 2.94%	↓ 2.78%	↓ 2.27%	↓ 2.13%	↑ 2.22%

数据来源：公司财报，天相投顾整理

1.3 2010 年业绩增长确定性较强

由于 2008 年末拨备覆盖率要求提高，各上市银行（尤其是股份制银行）普遍大幅增提拨备，造成净利润基数较低。而 2009 年该因素的负面影响明显减弱，预计拨备减少对净利润增速的贡献将增大，全年净利润增速较前三季度进一步提高较为确定。预计全年净利润同比增长 14.1%。

图表 4：上市银行 2009 年净利润同比增长归因 (%)

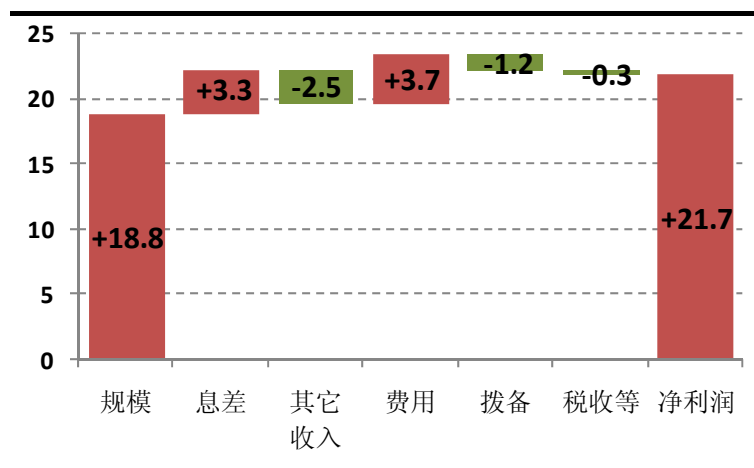


数据来源：公司财报，天相投顾测算

展望 2010 年，我们预计在规模增长的带动下，净利润仍能实现 21.7% 的增长。具体来看，我们预计 2010 年新增贷款在 7-8 万亿元之间，平均生息资产的规模增长约在 18.8%。由于我们判断首次加息在 2010 年三季度的可能性较大，而此时多数贷款已经完成重定价，因此净息差直接受益于加息的程度有限。此外，我们预计不良贷款生产率可能有所提高，但因国有银行无需继续增提拨备，预计最终整体拨备力度变化幅度不大。

综合来看，2010 年银行业净利润增速超过 20% 的确定性较强。

图表 5：上市银行 2010 年净利润同比增长归因 (%)



数据来源：公司财报，天相投顾测算

2. 仍存在超预期因素

我们认为，股价的上涨往往需要超预期因素的支持。预计 2010 年可能促使盈利超预期的因素，主要包括贷款利率上浮带来的净息差提高；资产质量稳定带来的拨备减少。此外，银行再融资情况也影响潜在规模增长和每股收益摊薄程度。

2.1 贷款利率上浮

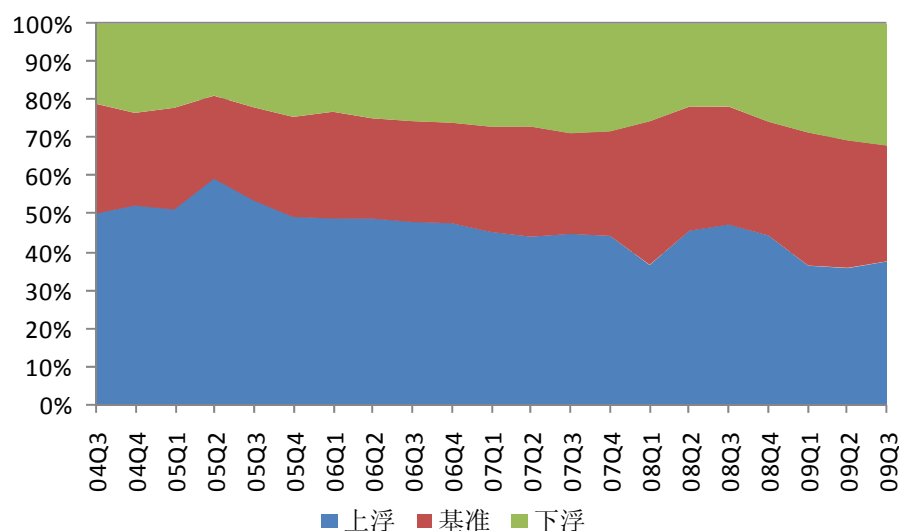
目前市场普遍预期 2010 年中国将可能开始加息。但正如我们之前所说，加息时点可能在贷款集中重定价完成之后，因此对净息差的直接贡献有限。但在加息预期之下，市场利率将有所提升。这种预期可能直接反映在债券收益率、同业拆借利率，和贷款利率浮动上。

目前我们更关注贷款利率的上浮。这是因为重定价的贷款量远超过同业款项和重定价的债券，并且贷款利率上浮的空间也可能远高于债券，可见贷款利率上浮对净息差的贡献将有望最为显著。

2009 年上半年，银行业利率上浮贷款的比重创下有记录以来的最低点，约为 35%；这一比重在 2007 年开始连续加息前达到 45% 左右。预计本轮加息开始前，该比例也有望提高。

预计这种贷款利率的上浮将使银行对中小企业的实际贷款利率提前反映 1-2 次加息的影响。按照中小企业贷款占全部贷款 36% 的比例测算，预计贷款利率上浮对净息差的贡献在 5-10 个基点，对净利润增速的贡献在 4-7 个百分点。这种影响尚未反映在我们相对保守的盈利预测中。

图表 6：银行业贷款利率上下浮动情况



数据来源：央行货币政策执行报告，天相投顾整理

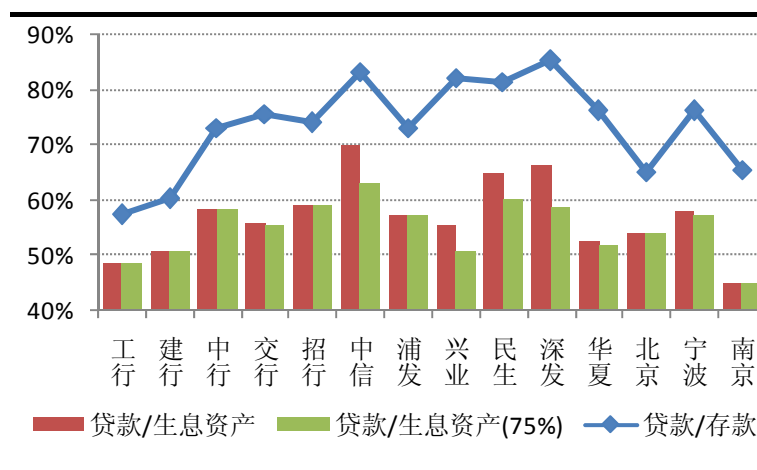
从央行货币政策执行报告来看，银行业整体贷款利率已有所上升。9 月对公贷款平均利率为 5.05%，其中一般贷款为 5.74%，贴现贷款为 2.48%；而 3 月末对公贷款平均利率仅为 4.76%，其中一般贷款为 5.70%，贴现贷款为 1.88%。

实际上，贷款利率的浮动，更多取决于银行的客户结构，但这种结构差异并没有充分的披露。通常，中小银行对中小企业贷款的比重相对较高。从上市银行来看，目前多数中小银行贷存比超过 75%；在贷存比管制的情况下，中小企业可能更难获得贷款，因此将不得不接受更高的贷款利率。

我们倾向于选择贷款占生息资产比重高，而贷存比接近 75%的中小银行。预计此类银行在贷款利率上浮过程中受益的幅度相对较大，且不会因贷存比结构的被动调整而降低净息差。

分公司来看，招商银行、宁波银行兼具贷款占生息资产比重高，且贷存比在 75%左右的特征。此外，尽管中信银行、深发展等的贷存比较高，但仍可以通过压缩贴现贷款比重的方式降低存贷比，且调整后贷款占生息资产的比重仍较高。

图表 7：各银行三季度末贷款比重指标



数据来源：公司财报，天相投顾整理

注：贷款/生息资产(75%)：是假设贷存比超过 75%的银行，通过减少贷款配置的方式，使贷存比达标时，对应的贷款/生息资产的比例（即存款*75%/生息资产）

2.2 资产质量稳定

回顾 2009 年的银行业绩表现，我们认为最大的超预期因素来自资产质量。市场曾经担心经济危机的影响将致使不良贷款率大幅上升；而实际上，2009 年以来上市银行整体不良贷款余额和不良贷款率仍呈现逐季双降。上市银行整体不良贷款余额较年初减少 9.1%，不良贷款率较年初下降 62 个基点。

我们预计 2010 年，银行资产质量仍将保持稳定，并最终通过资产减值损失反映在利润中。一方面，为使拨备覆盖率提高到目标位置，不良贷款率基数越低的银行，所需计提的拨备就越少。并且当不良贷款生产率好于预期时，这些银行可以少提拨备的幅度也较大。因此，兴业银行、深发展等的盈利对资产质量的敏感性也较强。

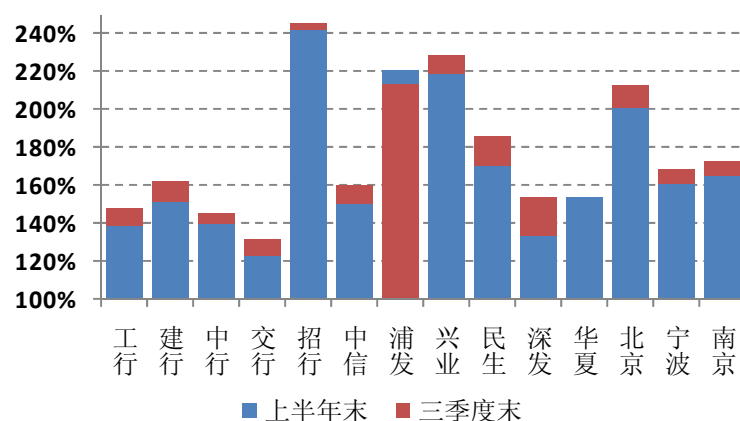
表格 2: 各银行不良贷款率变化趋势

NPL (%)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
工商银行	2.51%	↓ 2.41%	↓ 2.37%	↓ 2.29%	↓ 1.97%	↓ 1.81%	↓ 1.68%
建设银行	2.22%	↓ 2.21%	↓ 2.17%	↑ 2.21%	↓ 1.90%	↓ 1.71%	↓ 1.57%
中国银行	2.77%	↓ 2.58%	→ 2.58%	↑ 2.65%	↓ 2.24%	↓ 1.80%	↓ 1.60%
交通银行	1.94%	↓ 1.83%	↓ 1.75%	↑ 1.92%	↓ 1.62%	↓ 1.51%	↓ 1.44%
招商银行	1.42%	↓ 1.25%	↓ 1.20%	↓ 1.11%	↓ 1.01%	↓ 0.86%	↓ 0.83%
中信银行	NA	↓ 1.45%	↓ 1.37%	↓ 1.36%	↓ 1.07%	↓ 0.99%	↓ 0.96%
浦发银行	1.38%	↓ 1.22%	↓ 1.19%	↑ 1.21%	↓ 0.96%	↓ 0.90%	↑ 0.93%
兴业银行	NA	↓ 1.04%	↑ 1.06%	↓ 0.83%	↓ 0.72%	↓ 0.67%	↓ 0.61%
民生银行	1.16%	↑ 1.21%	↑ 1.22%	↓ 1.20%	↓ 1.17%	↓ 0.86%	↓ 0.82%
深发展A	5.15%	↓ 4.64%	↓ 4.28%	↓ 0.68%	↓ 0.61%	↑ 0.72%	↓ 0.65%
华夏银行	NA	↓ 2.06%	NA	↓ 1.82%	NA	↓ 1.55%	NA
北京银行	NA	↓ 1.74%	NA	↓ 1.55%	↓ 1.33%	↓ 1.14%	↓ 1.01%
宁波银行	0.35%	↑ 0.40%	↑ 0.64%	↑ 0.92%	↓ 0.91%	↓ 0.85%	↓ 0.76%
南京银行	NA	↓ 1.39%	NA	↑ 1.64%	NA	↓ 1.36%	↓ 1.26%
加权平均	2.25%	↓ 2.15%	↓ 2.10%	↓ 2.04%	↓ 1.74%	↓ 1.53%	↓ 1.42%

数据来源: 公司财报, 天相投顾整理

另一方面, 部分银行可以通过降低拨备覆盖率来释放业绩。目前拨备覆盖率超过200%的银行包括: 招商银行、兴业银行、浦发银行和北京银行。其中浦发银行三季度末拨备覆盖率已较上半年末有所下降。但三季度末, 多数国有银行离150%的拨备覆盖率仍有一定差距, 可能使其四季度净利润环比减少。

图表 8: 各银行拨备覆盖率情况



数据来源: 公司财报, 天相投顾整理

但银行资产质量是否能保持稳定? 目前市场对资产质量的担心, 一方面可能来自地方融资平台的风险; 另一方面可能来自经济刺激政策逐步退出后, 部分政策敏感行业的风险。

我们认为, 政府项目现金流相对稳定, 偿债能力较有保障。从中央经济工作会议精神来看, 政府仍将保障在建项目的资金需求。在这种情况下, 即使存在隐患, 也可以通过借新还旧的方式, 防止不良贷款的产生。另一方面, 经济刺激方案的退出应当会考虑到经济的承受能力, 也不至于造成不良贷款的爆发。

实际上不良贷款的反弹往往滞后于经济的恶化；而即使不良贷款出现反弹，目前中小银行较高的拨备覆盖率也可以提供进一步的缓冲。

更重要的是，我们认为，不良贷款问题并不应当成为银行相对其它行业估值大幅折价的理由。由于股权是一种剩余求偿权，中小企业股权价值的提升，实际上隐含了市场对中小企业偿债能力的信心。我们没有理由对银行业的贷款质量做出相反的假设。

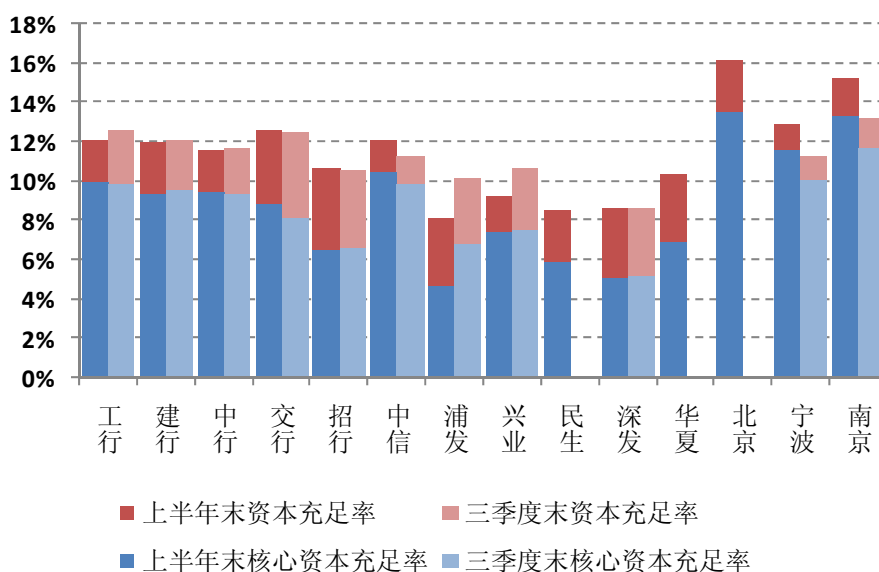
2.3 再融资真实压力有限

资本充足率问题的提出，似乎是 2009 年银行股走势的一个重要转折点。上半年，银行股大幅跑赢天相流通指数；随着 7 月巴塞尔银行监管委员会召开，并要求提高缓冲储备，提高资本质量，此后银行股逐渐跑输天相流通指数。特别是近期，资本充足率目标传闻、国有银行再融资预期等，都对市场表现产生了较大影响。

目前，银行核心资本充足率和资本充足率的要求，实际上已经分别提高到 7% 和 10%，其中国有银行资本充足率要求在 11%。而不少银行为了保留缓冲，将核心资本充足率和资本充足率目标分别提高到了 8% 和 12%。资本充足率目标的提高，意味着银行无法提高杠杆率，影响其长期盈利能力。短期来看，其规模增长也会受到一些限制。而资本充足率不达标的银行，则需要进行再融资，摊薄每股收益。

三季度末，国有银行和城商行普遍达到资本要求，但多数股份制银行仍需补充核心资本。为此，浦发银行进行了定向增发，而民生银行也完成了 H 股上市融资。此外，招商银行、兴业银行和南京银行制订了配股计划，深发展和宁波银行也制订了定向增发计划。

图表 9：各银行资本充足率状况



数据来源：公司财报，天相投顾整理

表格 3：已进行或已公告将要进行的股权融资

银行	融资额（亿元人民币）	静态增厚核心资本充足率
浦发银行	150	1.5%
民生银行	275	2.9%
招商银行	220	2.0%
兴业银行	180	2.6%
深发展 A	107	3.2%
宁波银行	50	6.6%
南京银行	50	6.6%

数据来源：公司公告，天相投顾整理

相比资本充足率，我们认为核心资本充足率指标更为重要。预计上述融资完成后，核心资本充足率不足 7% 的银行包括浦发银行和华夏银行，它们将可能有较迫切的融资需求。交通银行的核心资本充足率也可能降至 8% 以下，从而也需要考虑再融资方案。

至于大型国有银行，我们认为其资本压力并不大。但是由于国有银行融资规模较大，往往需要提前布局，因此不排除它们在 2010 年提出再融资方案，利用全球流动性相对充裕的有利时机，补充核心资本。并且，在“市场化解决”原则下，我们预计各国有银行融资时点之间应留足间隙。预计核心资本充足率相对较低的中国银行有可能最先进行再融资。

目前已公布再融资方案的大部分银行，计划募集资金约相当于风险加权资产的 2-3%。我们假设上述可能进行融资的银行业参照此比例融资。由此计算，除已公布未实施的 607 亿元融资外，上市银行可能还需再融资 1750 亿元。股本摊薄程度在 10-30% 之间。其他银行的再融资，其节奏将受监管部门的调控，其规模要视监管部门的态度和汇金是否参与。

表格 4：2010 年进行再融资可能性较大的银行

银行	融资额（亿元）	静态增厚核心资本充足率（%）	股本增加（%）
华夏银行	150	3.6%	28%
浦发银行	300	3.1%	17%
交通银行	300	1.9%	8%
中国银行	1000	2.0%	10%

数据来源：天相投顾预测

注：静态增厚核心资本充足率，指以 2009 年上半年末的风险加权资产计算而来；股本增加是以 A 股 12 月 10 日前 20 个交易日均价之 90% 发行，募集指定金额所需股本占现有总股本的比例。该比例可能因股价变动而变动

需要注意的是，2009 年银行业资本充足率之所以大幅下降，主要是由于风险资产的快速增长。我们预计 2010 年规模增速将放缓，因此资本充足率并不会继续大幅下降。实际上，银行可支持的风险资产增速是其资本回报率和收益留存比例的乘积。我们预计上市银行 2010 年整体资本回报率约在 22%，分红额为 2009 年盈利的 40%，或 2010 年盈利的 33%。由此可知，即使不对分红比例做出大幅调整，依靠盈利积累也可支持风险资产 15% 左右的增长。因此总的来看，多数上市银行再融资的需求并不迫切。



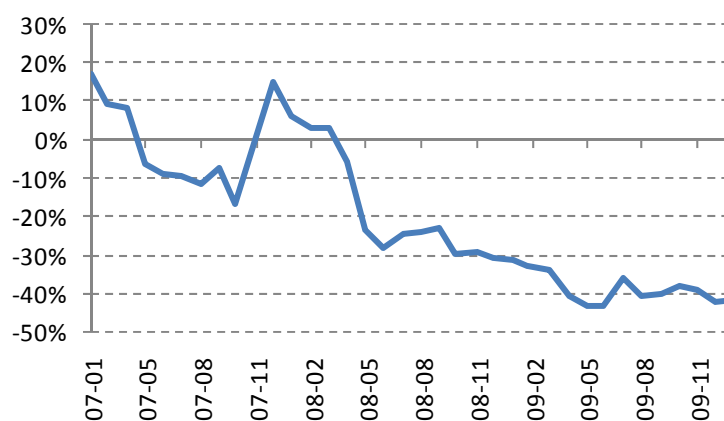
更重要的是，我们认为，再融资问题并不应当成为银行相对其它行业估值大幅折价的理由，市场可能对银行再融资压力担忧过度。尽管再融资银行的每股收益可能在短期内摊薄，但再融资对银行长期发展的推动作用却是显而易见的。而再融资给市场资金面带来的压力是普遍的，并非仅针对银行股。银行本身也有望通过经营模式的转型，从根本上改变对持续再融资的依赖。

3. 投资机会分析

3.1 板块估值折价的修正需要驱动因素

目前银行股一年滚动 PE 为 16.8 倍，较全部 A 股 28.7 倍的 PE 存在 41% 的折价。不幸的是，尽管我们在去年底已经强调银行股估值的折价；并且目前，上市银行 2010 年业绩增长 20% 以上已逐步成为机构共识。但银行股的折价幅度却始终没有收窄。

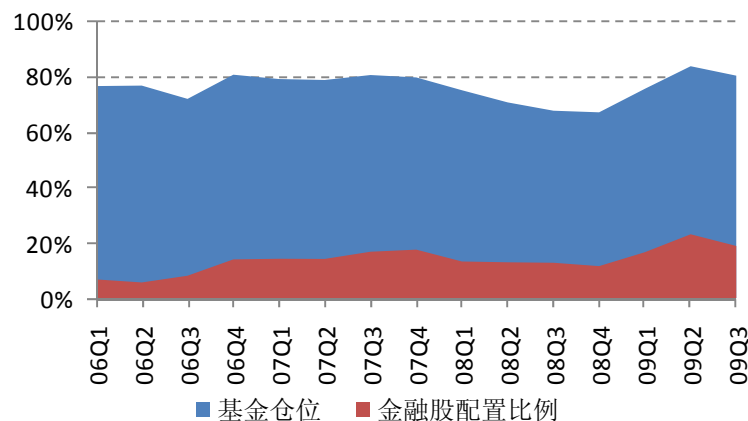
图表 10：银行股滚动 PE 较全部 A 股的折溢价比例



数据来源：天相投资分析系统

我们认为，期待估值折价修正实际上是相对收益追求者的投资模式。2009 年上半年，经济回暖，银行业盈利进入环比回升通道的预期强烈。积极偏股型基金的仓位由年初的 66.9% 提高到年中的 83.4%，其中基金持有金融股市值占基金净值的比重，也由年初的 11.7%，上升至年中的 23.4%。基金配置比例的快速提高，是上半年金融行业指数、特别是银行业指数战胜市场平均收益的重要原因。

图表 11：季末积极偏股型基金仓位和持有金融股比重



数据来源：天相投资分析系统



但目前基金仓位较高,即使看多,也难以转化为做多的力量。因此银行股走强的过程中难免需要经历市场的风格转换。

从本质上看,大市值股的启动需要市场具备充足的流动性。我们预计 2010 年货币供应量仍将保持较快增长,并主要于上半年投放,届时市场可能重新迎来流动性充裕的局面。正如 2009 年上半年,不断超预期的信贷增长成为推动市场上升的重要动力。更重要的是,届时市场有可能形成类似于 2007 年“5·30”的风格转换。

驱动因素方面,股指期货有望成为银行股的重要催化剂。目前银行股约占沪深 300 指数权重的 21%。随着股指期货推出预期的加强,银行股作为对冲风险、提高股指期货定价话语权的工具,其配置意义将日益得到重视。这也有助于强化风格转换的预期。

加息有望成为银行股价的另一重要催化剂。在加息过程中,银行业净息差提升,而产业部门财务费用增加,银行业盈利的相对优势进一步显现。2007 年银行股在连续加息周期中的表现,有望成为一种投资范式。

风险提示:整体上,银行股对货币、信贷政策较为敏感,而当前政策处于调整期。银行股仍可能会受到政策调整力度超预期的不利影响。我们仍需要关注货币供给、信贷调控、资本监管等方面的政策。特别是,如果资本不足的银行融资进展较慢,而监管层又严格要求资本充足率目标,则这些银行的规模扩张可能受到严重制约。另一方面,如果 2010 年初业绩信贷增长过快,也可能使监管层加速出台更严厉的调控措施。这些因素都可能对银行股带来负面影响。

3.2 建议投资盈利弹性大的中小银行

就银行板块内,我们仍建议关注盈利弹性大的中小银行。我们认为,国有银行受到规模大、拨备覆盖率有待进一步提高的影响,在 2010 年信贷政策可能有所收紧的情况下,靠贷款增长或者拨备持续下降提供业绩弹性的空间均不大。而且其估值相对股份制银行并不存在明显折价,因此也不足以抵消其流通盘偏大的不利影响。

各中小银行中,相对估值的差异并不大。我们重点关注深发展和中信银行。它们均具有贷款占生息资产比重高,不良贷款率低的特点,因此盈利超预期的可能性相对较高;且两公司流动市值相对较小。我们预计中信银行将成为息差上升的较大受益者;且上半年末基金持有的市值仅占其流通市值的 13.8%,为银行股中最低,有望在配置变化中取得较高收益。而对深发展,尽管平安注资延期导致短期核心资本充足率不足,但我们认为其一季度可将重点放在扩张存款业务,而等待注资完成后于贷款业务发力;预计未来注资仍将成为股价的有力催化剂。此外,我们也建议关注兴业银行,预计它有望通过拨备覆盖率的降低带来业绩的释放。

其他股份制银行,如浦发、招行等,及城商行,虽然目前看股价催化因素不多,但如果相对估值差异扩大,则也可能存在投资机会。

我们维持对银行业的“增持”评级,并给予全部中小银行“增持”评级。



表格 5: 各银行 PE 估值表

名称	代码	评级	股价	EPS (元)			PE (倍)		
			12月31日	2009E	2010E	2010E(融资后)	2009E	2010E	2010E(融资后)
工商银行	601398	中性	5.44	0.39	0.46		14.0	11.9	
建设银行	601939	中性	6.19	0.45	0.55		13.7	11.3	
中国银行	601988	中性	4.33	0.29	0.36	0.33	14.8	11.9	13.1
交通银行	601328	中性	9.35	0.58	0.74	0.69	16.0	12.6	13.6
招商银行	600036	增持	18.05	0.93	1.20	0.96	19.5	15.1	16.0
中信银行	601998	增持	8.23	0.37	0.46		22.1	18.0	
浦发银行	600000	增持	21.69	1.50	1.84	1.57	14.5	11.8	13.8
兴业银行	601166	增持	40.31	2.50	3.04	2.43	16.1	13.3	14.5
民生银行	600016	增持	7.91	0.53	0.56		14.9	14.2	
深发展A	000001	增持	24.37	1.62	2.05	1.73	15.1	11.9	14.1
华夏银行	600015	增持	12.42	0.72	0.91	0.70	17.4	13.7	17.6
北京银行	601169	增持	19.34	0.92	1.26		20.9	15.3	
宁波银行	002142	增持	17.49	0.59	0.79	0.67	29.8	22.3	26.1
南京银行	601009	增持	19.35	0.90	1.25	1.00	21.5	15.5	17.6
行业		增持					15.0	12.3	12.8

数据来源: 天相投顾预测

注: 对已公布融资计划的银行, 均假设按规模上限募集; 配股银行, 均假设全部股东足额参与配股。其它银行按照表 5 中预测的情况进行融资

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100