世纪证券 CENTURY SECURITIES

金融服务业 - 银行业

Financial Services - Bank

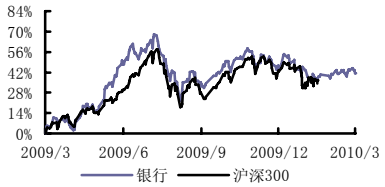
2010 年 3 月 25 日

# 行业景气上升，积极因素凸显

—银行业 2010 年 2 季度投资策略

**评级：　强于大市**

**行业相对沪深 300 表现**




| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|---|---|---|---|
| 银行 | 0.56% | -2.63% | 41.50% |
| 沪深 300 | 0.99% | -4.72% | 33.64% |

| 代码 | 名称 | 6m% | YTD | 评级 |
|---|---|---|---|---|
| 600036 | 招商银行 | 4.26 | 38.39 | 买入 |
| 600000 | 浦发银行 | 10.59 | 47.41 | 买入 |
| 601166 | 兴业银行 | 4.43 | 62.25 | 增持 |
| 600016 | 民生银行 | 10.39 | 52.39 | 增持 |
| 600015 | 华夏银行 | 11.46 | 19.77 | 增持 |
| 000001 | 深发展 | 10.67 | 41.14 | 增持 |

**相关报告**

《银行业 2010 年投资策略——业绩增长确定中潜伏的不确定》，2009.12

**俞冲**

**0755-83199599-8218**

**yuchong@csco.com.cn**

**分析师申明**

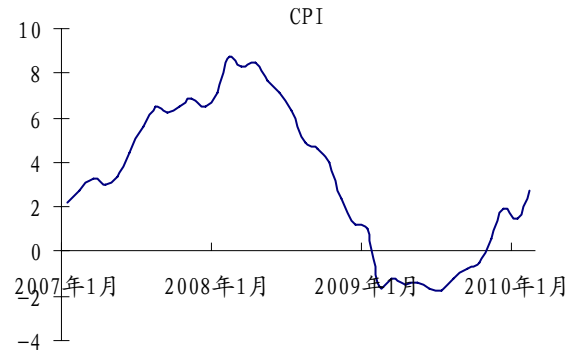
本人，俞冲，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **1-2 月基本面回顾：**货币供应量拐点凸显，各项指标冲高回落；信贷增速同比回落，结构趋于优化，贷款投向实体化与票据贴现负增长是主要亮点。
- **2 季度展望：**
- **正面驱动因素正逐步凸显**——规模增长对利息业务收入的提升效应依然持续，净息差回升趋势至少能够贯穿今年上半年，银行“量价齐升”的格局更趋明显；非息收入有望保持良性增长；管理费用率与信用成本继续保持稳定。
- **负面因素影响正在减弱**——从去年初受降息周期影响，净息差大幅下滑，到年中以后资本充足率和再融资压力，年底以来以地方融资平台为导火索的资产质量担忧等负面因素对银行估值的影响正在逐渐减弱。
- **景气度趋于上升：**货币政策趋紧可能成为贯穿 2010 年全年的基调，但中短期内看，如我们在相关的报告中已经分析指出的，有限次数的数量型工具运用，如法定存款准备金率的调整等，对银行业绩的实质性影响极小，影响的主要是对政策风向标的心理预期。而加息方面，经济运行周期的历史规律显示，经济从底部回升后的复苏期向温和通胀过渡期，往往是银行外部环境最好的时期，在这个时期出台的一些微调性紧缩政策，如对称加息，公开市场操作力度加强后带来的央票利率上升等，反而能够有利于银行生息资产收益率的提升。我们并不排除 2 季度紧缩性政策进一步推出时会对银行股价形成短期冲击的可能性，但从季度内看无改银行景气度上升的趋势。
- **投资策略与评级：**继续维持银行业“强于大市”投资评级。尽管全年银行配置方面我们应该做好两手准备，但基于目前各项积极因素逐渐凸显，而消极因素的压力正在消退的考虑，我们 2 季度策略更偏向于优先配置积极进取的一方面，即着重关注以下四类银行：净息差回升较快的银行、再融资问题解决较好的银行、前期受经济悲观预期压制较大，估值偏低但历史 beta 较高的银行以及基本面改善有望，面临交易性机会的银行。给予招商银行、浦发银行“买入”投资评级、给予民生银行、华夏银行、深发展“增持投资“评级。

## 关注货币政策风向标变动的时机与力度

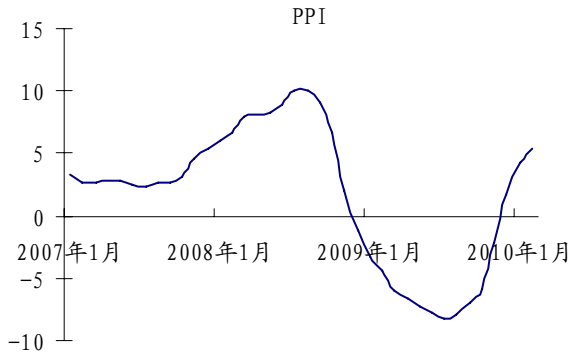
随着各项经济数据和景气度指标从底部向正常区域回归，单纯“保增长”向“调结构”的政策重心转换逐步落实，政策环境将开始由松趋紧。1 月 18 日和 2 月 25 日两次提高存款准备金率共计 1 个百分点以及近两个月以来公开市场操作的力度和方向，标志着央行已经采取实质性手段对经济进行调控。按照政策工具的使用通常先数量型后价格型的节奏，加息的预期开始增强。但由于当前外部环境依然比较复杂，国内实体经济复苏的力度与可持续性也离不开政策的适度扶持，因此需要关注货币政策风向标的变动的时机与力度。

Figure 1 CPI 自 2009 年 11 月以来转正并环比稳步回升



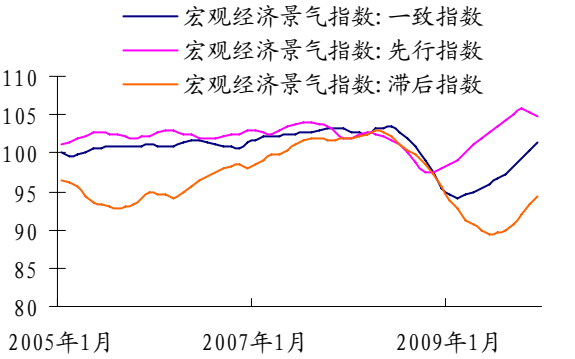

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 PPI 自 2009 年 12 月以来转正并环比稳步回升



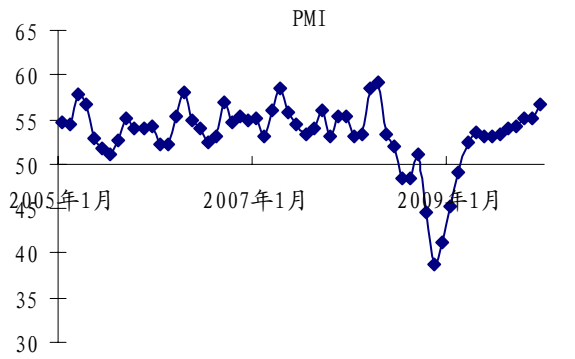

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 宏观经济景气指数显示景气度回升




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PMI 指标连续 12 个月位于 50 以上



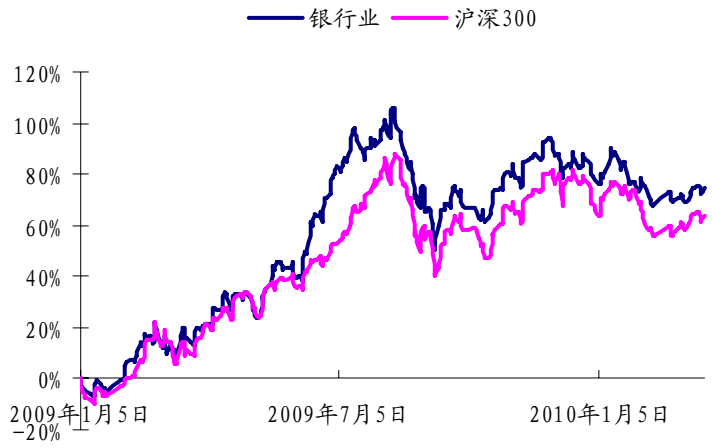

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

## 2010 年以来的银行股价走势

2009 年以来，随着宽松货币政策的实施和宏观经济环境的逐步好转，A 股银行业走出了一波大幅上涨的行情，2009 年 1 月 5 日-2010 年 3 月 18 日，银行业综合指数期间涨幅 74.82，最大涨幅 92.96%，明显强

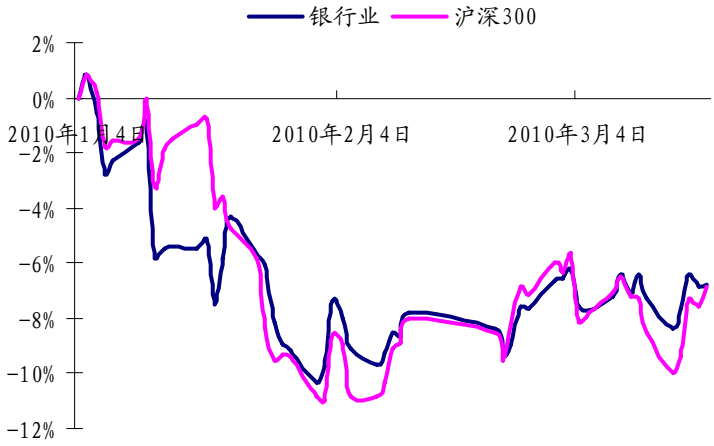
于同期沪深 300 的走势。但自今年初以来，银行业股价走势平淡，跌幅一度超过 10%，基本与同期沪深 300 指数同步。

Figure 4 2009 年以来银行业与沪深 300 走势对比




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 2010 年以来银行业与沪深 300 走势对比




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

## 2010 年 1-2 月基本面回顾

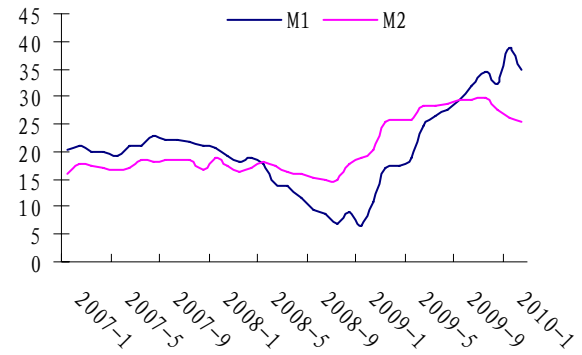
### 货币供应量拐点凸显

2010 年 2 月，M2 同比增长 25.52%，增幅环比降低了 0.56 个百分点，延续了 2009 年 12 月以来环比回落的趋势；而 M1 在 1 月达到 38.96%的历史高点后掉头向下，2 月同比增长 34.99%，增幅较 1 月末回落 3.97 个百分点，但整体而言各项指标依然处于历史高位，表明流动性依然较为充裕。但从全年趋势看，《2009 年第四季度货币政策执行报告》中，央行明确提出了今年的货币供应量增长目标，即 2010 年年广义货币供应量 M2 预期增长 17%左右，将综合运用多种货币政策工具，合理安排货

币政策工具组合、期限结构和操作力度，加强流动性管理，保持银行体系流动性合理充裕，加强对金融机构的窗口指导，促进货币信贷合理增长。因此随着央行 2010 年对流动性管理的加强，尤其是上调法定存款准备金率等从紧数量型工具的频繁运用，以及基数逐步抬高的因素，M1、M2 同比增速进一步回落的态势仍将延续。

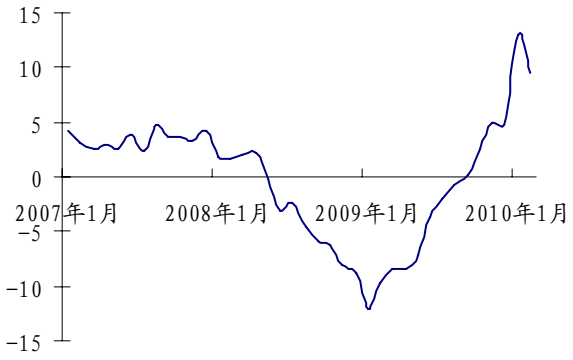
M1-M2 同比增速剪刀差方面，由于 2009 年四季度后由于 1 月 M1 同比增速攀升至历史新高的 38.96%，

Figure 6 货币供应量冲高回落




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 7 2010 年 2 月 M1-M2 同比增速“剪刀差”见顶回落



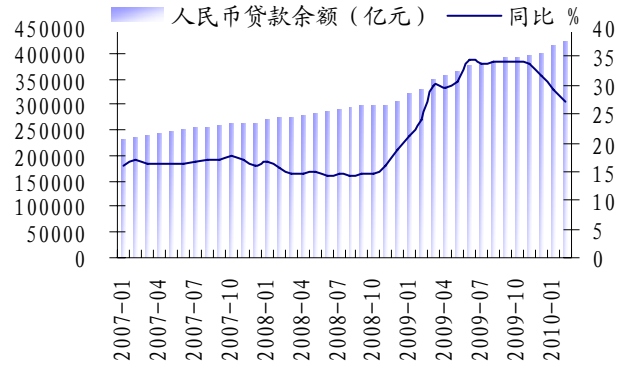

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

### 信贷增速同比回落，结构趋于优化

贷款方面，2010 年 1-2 月新增贷款累计 2.09 万亿元，同比减少了 6000 亿元，其中 2 月各项贷款新增 7001 亿元，比去年同期减少了 3714 亿元，降幅 34。57%。但从结构看，中长期贷款新增 6618 亿元，短期贷款新增 2424 亿元，票据融资则继续负增长 1744 亿元——这种趋势对于银行而言，较新增信贷更高的去年同期更为有利。截至 2 月末，金融机构人民币各项贷款余额 42.07 万亿元，同比增长 27.23%，增幅比上月微降 2.08 个百分点。

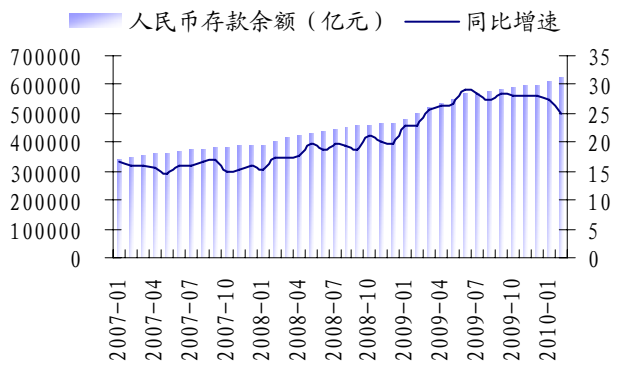
存款方面，2010 年 1-2 月新增存款累计 2.47 万亿元，同比减少了 6911 亿元，其中 2 月各项存款新增 9589 亿元，同比下降 41.89%。新增存款增额依然高于贷款，令存贷差进一步扩大，但由于贷款同比降幅小于存款，所以存贷比较去年同期微幅反弹 1.2 个百分点。

Figure 8 2007 年-2010 年 2 月人民币贷款余额及同比增速



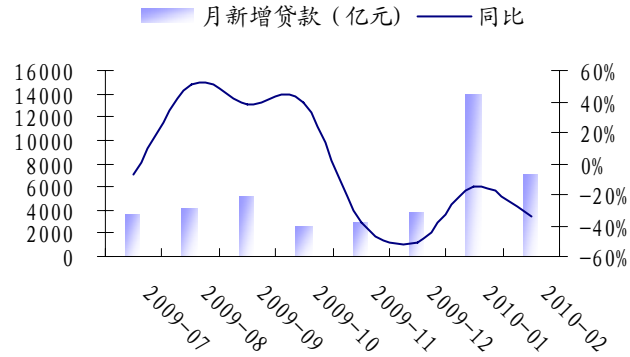

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 2007 年-2010 年 2 月人民币存款余额及同比增速



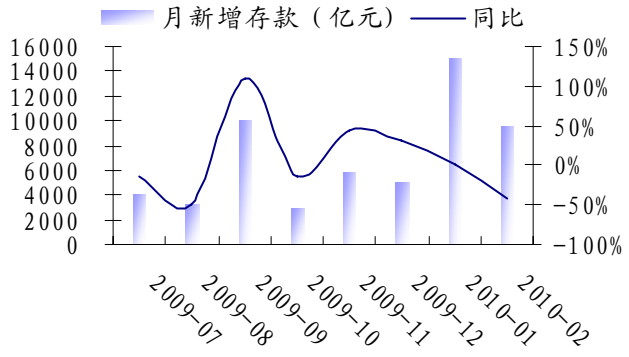

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 2009 年 7 月以来人民币贷款月新增规模及同比增速



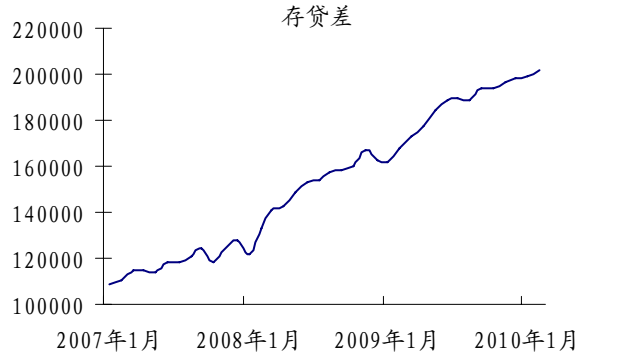

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 2009 年 7 月以来人民币贷款月新增规模及同比增速



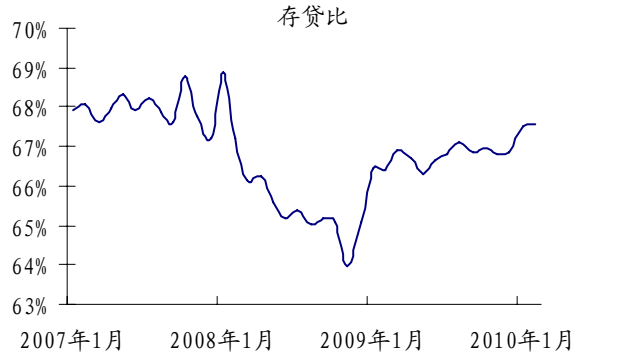

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 2007 年至今存贷差持续扩大




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 2009 年底以来存贷比重新步入上升轨道




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

## 2 季度展望

**正面驱动因素正逐步凸显**

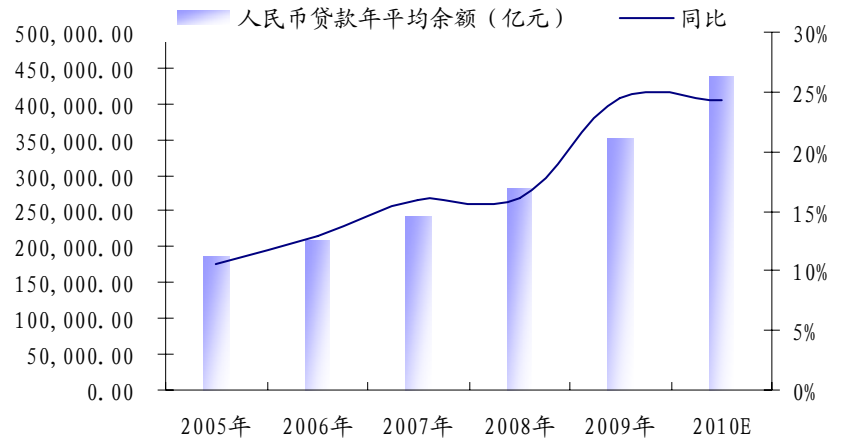
规模增长对利息业务收入的提升效应依然持续

经历了 2009 年的前所未有的快速扩张后，在宏观经济政策重心逐渐从刺激经济，保证增长向稳定增长，结构调整方向转变的背景下，无

论从银行自身内在的放贷潜力还是监管层对银行业谨慎经营的外在监管指引和要求，都会促使信贷规模增速从 2009 年的高速增长逐渐向 2010 年的稳健增长过渡。但经济复苏要得到持续以及向基础设施建设以外的部门延伸，必然需要适当规模的信贷予以支持。我们判断 2010 年贷款余额同比增速在 19%左右，基本处于 2008-2009 年信贷同比增速的中位数，折合新增贷款约 7-7.5 万亿元，也与央行 M2 同比增长 17%的货币投放增量目标相符。

尽管新增贷款规模市场关注程度更高，但区间贷款平均余额才是影响银行利息收入更主要的规模因素。今年预计新增贷款规模不及去年，但去年高达 9.59 万亿的贷款增量能将 2010 年贷款平均余额显著推高。如果按照 7.5 万亿元的新增信贷规模测算，2010 年贷款平均余额将较 2009 年同比增长 24.36%，基本与 2009 年 24.42%的同比增幅相当，因此 2010 年规模因素对银行业绩的提升作用不亚于 2009 年。而从季度分析，我们预计 1 季度平均贷款余额将较去年同期增长 26.87%，也高于去年 1 季度 21.66%的同比增速，因此今年 1 季度规模增长对业绩的提升幅度要强于去年同期。

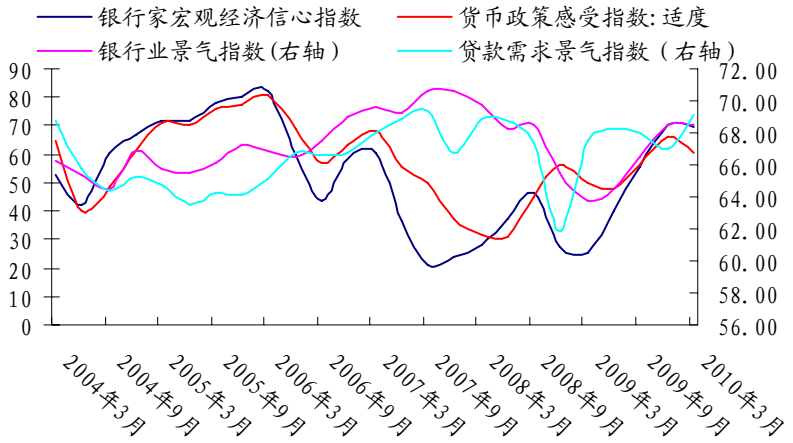
Figure 14 2005 年以来人民币贷款年平均余额及同比增长统计




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

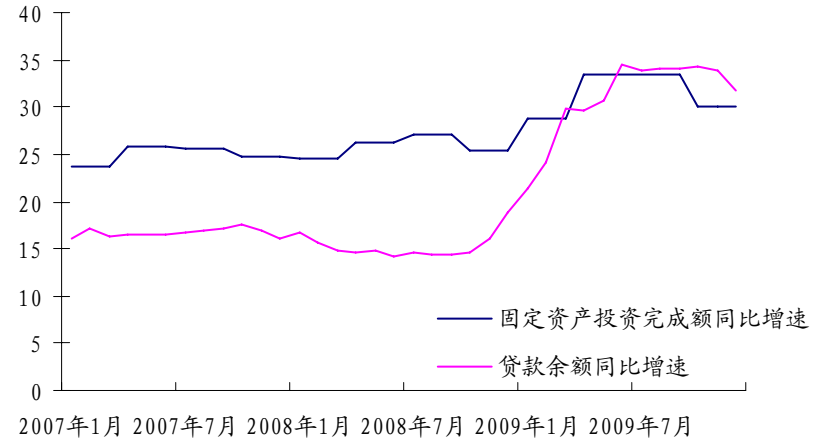
而从信贷需求角度看，随着经济形势的好转，贷款需求景气度已经回到了历史的相对高位，2009 年巨额贷款投向了大批基础设施建设项目，这部分项目的长周期性会令贷款的发放具备持续性，而 2010 年新开工的项目也会进一步增加信贷需求，再进一步考虑到实体经济复苏带动私人部门投资的增加， 2010 年信贷需求应能保持旺健。

Figure 15 贷款需求景气度回升




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 16 固定资产投资完成额增速与信贷增速



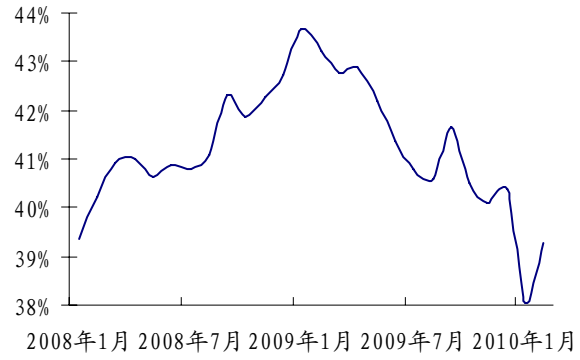

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

### 净息差回升趋势至少能够贯穿今年上半年

去年以来，银行业净息差呈前低后高，见底回升的格局，我们对去年影响净息差的各项因素在今年的变化状况逐一进行分析，从而判断今年净息差的变动方向。

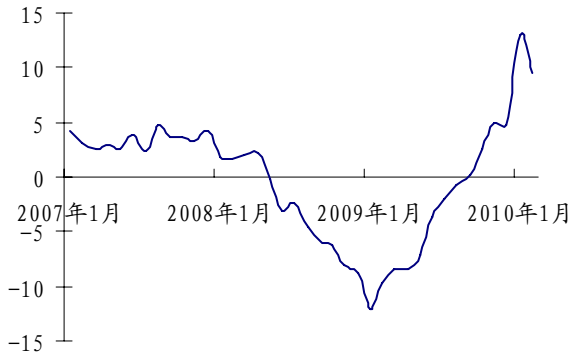
存款活期化方面，我们在去年曾经多次重复指出，在 CPI 转正的趋势明朗以后，随着居民投资消费欲望的增加，定期存款搬家的状况将加剧，存款活期化将得到延续。但活期存款占比不可能无限地提高，特别是在定期存款占比已经相当低以及 M1-M2 同比增速剪刀差进入历史高点的情况下，可以预期这两项指标进一步将有所回落，因此今年 1，2 季度存款进一步活期化的空间不大，对净息差的影响将逐步趋于中性。

Figure 17 2010 年 1-2 月定期存款占比见底反弹




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

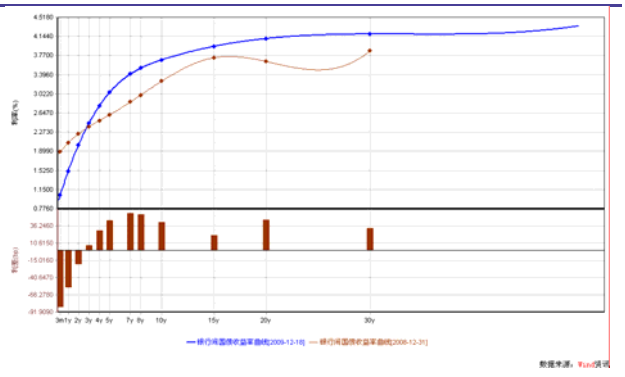
Figure 18 M1-M2 同比增速剪刀差冲高回落




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

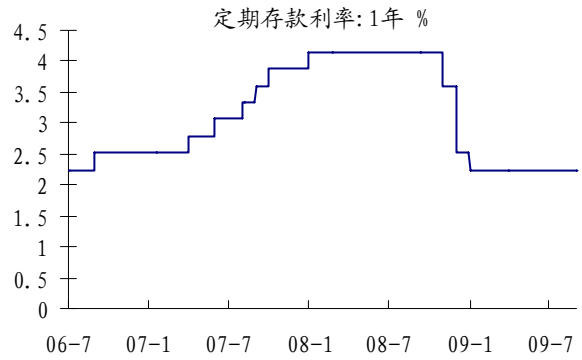
生息资产收益率方面，我们维持此前的观点，即 2010 年生息资产收益率应超过 2009 年。首先，基于货币政策出现拐点对对央行公开市场操作方向的影响，决定货币市场资金的收益率趋于上升；其次，信贷供给不如今年宽松，而贷款需求依然旺盛的背景下，银行议价能力的提升，有利于贷款收益率的提高；三、相比去年初的高比例的票据贴现贷款，2010 年中长期贷款占比应高于 2009 年，信贷结构应能进一步朝有利于净息差提升的方向变动，该趋势在 1-2 月金融数据中已经得到证实。今年 1-2 月中长期贷款新增 17572 亿元，占比高达 84%，短期贷款新增 6821 亿元，占比为 32.64%，而低收益率的票据融资余额则累计减少 3553 亿元；相比之下，去年同期 2.69 万亿新增贷款中票据融资为 1.1 万亿，占比高达 41.26%。

Figure 19 银行间国债收益率曲线趋于上升



资料来源：Wind 资讯

Figure 20 2006 年 7 月以来存款基准利率变动统计




资料来源：央行网站

因此，净息差回升趋势贯穿 2010 年上半年为大概率事件。此外，随着 CPI 的走高，不断增强的对称加息预期，一方面有利于银行贷款净息差的提升，另一方面也能提高银行固定收益类投资的回报率，从而整体提高银行生息资产的收益率，或将成为下一阶段银行净息差提升的新

推动力。而在目前宏观经济环境背景下，对银行股负面影响最大的非对称加息的可能性极小。

Figure 21 A 股上市银行净息差统计

| | 2008 年 | 2009Q1 | 2009Q2 | 2009Q3 | 2009 年 | 最大降幅 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 工商银行 | 3.38 | 2.58 | 2.53 | 2.55 | N/A | 0.80 |
| 建设银行 | 3.55 | 2.58 | 2.69 | 2.68 | N/A | 0.97 |
| 中国银行 | 3.22 | 2.14 | 2.19 | 2.24 | 2.25 | 1.08 |
| 交通银行 | 2.94 | 2.16 | 2.11 | 2.23 | N/A | 0.77 |
| 招商银行 | 3.38 | 2.33 | 2.18 | 2.24 | N/A | 1.04 |
| 中信银行 | 3.36 | 2.52 | 2.37 | 2.51 | N/A | 0.84 |
| 浦发银行 | 2.96 | 2.12 | 2.14 | 2.29 | N/A | 0.84 |
| 民生银行 | 3.29 | 2.58 | 2.39 | 2.61 | N/A | 0.71 |
| 兴业银行 | 2.92 | 2.34 | 2.27 | 2.39 | 2.42 | 0.58 |
| 华夏银行 | 2.07 | 1.40 | 1.48 | 1.59 | N/A | 0.48 |
| 深发展 | 3.22 | 2.70 | 2.63 | 2.60 | 2.61 | 0.62 |
| 北京银行 | 2.97 | 2.42 | 2.35 | 2.37 | N/A | 0.55 |
| 宁波银行 | 3.47 | 2.96 | 2.94 | 3.00 | 3.12 | 0.53 |
| 南京银行 | 3.29 | 2.72 | 2.70 | 2.67 | N/A | 0.58 |

资料来源：公司报告、Wind 资讯

从决定利息收入的两大因素予以分析，我们认为明年银行信贷规模对银行利息收入的提升效应依然存在，而净息差则能延续去年 2 季度以来的回升势头，最终使银行利息业务呈量价齐升的格局，从而保障利息收入的超预期增长。

### 非息收入有望保持良性增长

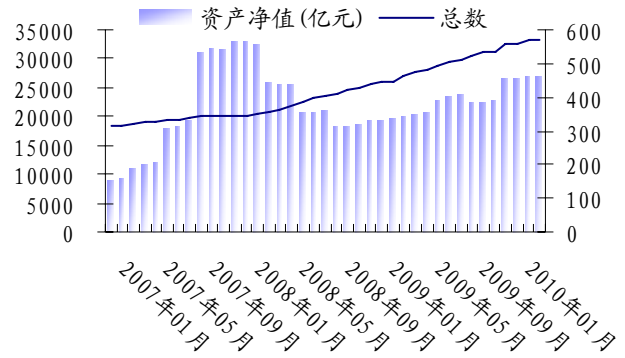
与国外同行的收入结构相比，中国商业银行中间业务占营业收入比重低，而加大中间业务营销力度，提高中间业务收入占比的发展战略基本已经被国内银行界所普遍认同，特别是在目前业绩增长受到净资本限制的形势下，资本消耗较小的中间业务，更容易被银行视为拉动业绩增长的驱动器。我们继续看好 2010 年非息收入的成长性。

从分业务构成看，预计 2010 年银行理财业务与代理业务将重新步入上升通道。从银行理财产品的顾客，以及代理买卖基金业务中银行的间接顾客——基金投资者的风险偏好方面予以分析，相对股票投资者，这两个人群对于市场波动的敏感度较低。经历 2008 年的深幅下跌后，理财产品与基金的投资者多趋于谨慎，因此即使股市出现了大幅回升，其财富效应的传递仍需时日。因此 2009 年上半年理财与代理业务的低潮，可以视为股市财富效应向基金及银行理财传递的延迟期。从上述两

种投资产品的历史规模变动也可以体现这种滞后性的特征，在股票型理财产品方面，在 2007 年 4 季度和 2008 年 1 季度发行数量为近 2 年最大，而基金净资产的规模也在同期达到了顶峰，但在此期间，股市行情则体现为见顶回落，而在股市见底回升的 2008 年 4 季度，上述两种产品的规模却相继见底。

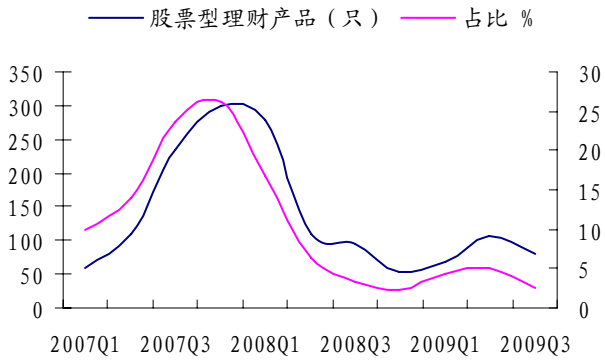
目前银行理财产品与基金净资产规模增长正在逐渐提速，但离历史高位还有明显的差距。我们认为随着股市一度超过 100%的涨幅带来的财富效应逐渐转化，银行代理基金买卖业务和理财业务的颓势将得到扭转。

Figure 22 2007 年以来基金净值与基金家数统计




资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 23 2007 年以来银行股票型理财产品及占比统计

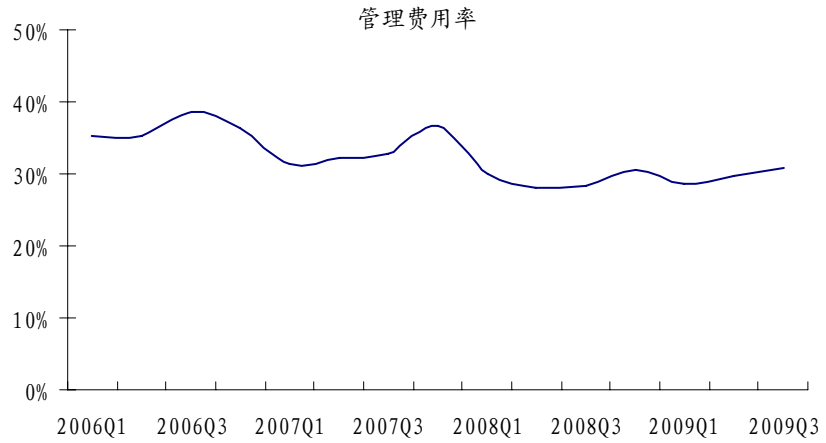



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

### 管理费用率继续保持稳定

我们对上市商业银行 2006 年以来各个财务时段的管理费用率进行了统计，管理费用/营业收入比基本处于 30-35%区间，近年来呈缓慢下降趋势。由于商业银行管理费用支出占比最高的项目的员工薪酬支出具有一定刚性，因此在营业收入增长确定性较高的判断前提下，我们认为 2010 年银行管理费用率仍能继续稳定在 35%以下的水平。

Figure 24 近年来，上市商业银行管理费用率保持稳定



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

## 负面因素影响正在减弱

2009 年以来，尽管银行股有一定的表现，但笼罩在行业之上的各类消极因素几乎贯穿了全年，从去年初受降息周期影响，净息差大幅下滑，到年中以后资本充足率和再融资的压力屡屡出现，再到年底以来资产质量的担忧重新浮现，但我们认为，这些负面因素对银行估值的影响正在逐渐减弱。

净息差方面，如前文分析，其影响已经由负面转为正面了，同时还拉低了去年 1，2 季度的业绩基数，令银行业今年 1，2 季度可能有超预期增长。

资本充足率和再融资压力方面，资本充足率趋紧，主要原因是一方面是由于去年信贷快速扩张，对自有资本的消耗很快，另一方面是监管层处于谨慎角度考虑，将监管标准提高（大型商业银行 11%，中小型商业银行 10%），同时对净资本的构成提出了更严格的要求，因此银行面临信贷扩张空间受限的尴尬局面。而要扩张，势必需要进行资本金的补充，而自从央行正式发布《关于商业银行资本补充机制的通知》后，商业银行补充资本尤其是核心资本的压力开始转向股票市场。在这种环境下，考虑到业绩摊薄效应和二级市场的承受能力，银行估值一度被压制。但从目前看，由于净息差处于上升通道，因此补充而来的资本衍生成贷款后，其收益率有保障，对业绩的摊薄作用不如此前预期大。而在宏观经济环境逐步趋好的大环境下，信贷需求是真实存在有效的，银行资本的补充有利于其长远发展。此外，从目前银行融资的方式看，尽管银行整体资本缺口很大，但目前绝大部分银行已经公布其再融资方案，对 2 级市场的压力没有想象中大，如发行 H 股、定向增发、包括大股东对配股的参与等方式，都能有效地减轻了 A 股市场的扩容压力，目前股价对此也已经有所反映。

Figure 25 政策面关于商业银行资本充足率相关的变动

| 时间 | 事件 | 要求 |
|---|---|---|
| 2009 年 10 月 | 《关于商业银行资本补充机制的通知》 | **1.** 次级债扣减的新老划断，规定自 **2009** 年 **7** 月 **1** 日起开始持有的其他银行发行的次级债要全部扣除；**2.** 主要商业银行发行长期次级债务的额度不得超过核心资本的 **25%** |
| 2009 年 11 月 | / | 否认提高大型银行资本充足率监管标准至 13% |
| 2009 年 11 月 | 《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》 | 在计算资本充足率时，将投资保险公司的资本投资从银行资本金中全额扣除。 |
| 2009 年 12 月 | 银监会副主席王兆星撰文 | 中小银行的最低资本充足率为 10%，而对大型银行的最低资本充足率要求为 11% |

资料来源：世纪证券研究所统计

Figure 26 A 股上市银行 2009 年-2010 年 3 月筹资方案统计

| 公司名称 | 融资方案 |
|---|---|
| 深发展 | 中国平安注资，约 106 亿元 |
| 招商银行 | A+H 配股，筹资 180-220 亿元，已经完成 |
| 兴业银行 | 每 10 股配 2.5 股新股，拟筹资不超过 180 亿元，并再次发行 30 亿元次级债 |
| 宁波银行 | 拟公开发行 25 亿次级债，50 亿元金融债，并非公开增发 4.5 亿 A 股，筹资约 50 亿元 |
| 中国银行 | 发行 400 亿元可转债，并可能启动在 H 股的再融资 |
| 南京银行 | 每 10 股配 2.5 股新股，拟筹资不超过 50 亿元 |
| 交通银行 | 每 10 股配 1.5 股新股，拟筹资不超过 420 亿元 |
| 华夏银行 | 发行 44 亿元次级债 |
| 民生银行 | 发行 H 股 33.22 亿股，合计融资 265.7 亿元，已经完成 |
| 浦发银行 | 非公开增发，筹资 148 亿元，已经完成；再启动对中移动非公开增发，筹资 398 亿元 |

资料来源：公司公告

资产质量方面，近期对银行股价的制约主要来自于地方融资平台贷款的资产质量。但通过分析这批贷款的期限结构，可见其本金偿还期多在 2012 年-2013 年，短期内对银行现阶段的信用成本产生不良影响较小，而从长期看，如果经济能够保持健康稳健发展，房地产市场能够保持稳定，地方融资平台贷款的风险还是有望得到化解的。

## 2010 年 2 季度投资思路与策略

货币政策趋紧可能成为贯穿 2010 年全年的基调，但中短期内看，如我们在相关的报告中已经分析指出的，有限次数的数量型工具运用，如法定存款准备金率的调整等，对银行业绩的实质性影响极小，影响的主要是对政策风向标的心理预期。而加息方面，经济运行周期的历史规律显示，经济从底部回升后的复苏期向温和通胀过渡期，往往是银行外部环境最好的时期，在这个时期出台的一些微调性紧缩政策，如对称加息，公开市场操作力度加强后带来的央票利率上升等，反而能够有利于银行生息资产收益率的提升。我们并不排除 2 季度紧缩性政策进一步推出时会对银行股价形成短期冲击的可能性，但从季度内看无改银行景气度上升的趋势。

继续维持银行业“强于大市”投资评级。从估值角度看，国有大型商业银行处于倍 2.0-2.5 倍 PB，10-12 倍 PE 水平，股份制商业银行处于倍 2.5-3.5PB，12-15 倍 PE 水平，而城商行处于倍 2.5-4.0PB，15-20 倍 PE 水平，基本位于估值的安全边际之下。我们的全年策略提出要从积极与消极因素两个方面着手对银行进行配置，即一方面关注业绩增长

弹性高，量价齐升幅度大的银行，另一方面考虑到未来政策调控变化的切入点，因此将集中在资本充足率、拨备覆盖率和三大货币政策工具上，因此，资本和核心资本充足率远离监管红线的银行、资产质量更好，拨备更充裕的银行以及超储率更高、活期存款占比更高的银行具有更强的抵御调控能力。

但目前各项积极因素逐渐凸显，而消极因素的压力正在消退，我们 2 季度策略更偏向于优先配置积极进取的一方面，即着重关注以下四类银行：净息差回升较快的银行、再融资问题解决较好的银行、前期受经济悲观预期压制较大，估值偏低但历史 beta 较高的银行以及基本面改善有望，面临交易性机会的银行。

对于第一类银行，一方面应在 2009 年的降息周期中受影响最深，净息差下滑幅度最大；另一方面，自身净息差反弹的张力应较强，通常活期存款比例较大、09 年初票据贴现贷款置换空间较多、政府融资平台贷款和个人按揭贷款比重较低、货币市场资金运作能力较强更具优势。综合考虑两方面因素，招商银行优势最为明显。

对于第二类银行，鉴于目前大部分银行都已经公布或实施其融资方案，我们把选股思路思路按照重要性的高低依次排列。首先，方案能令资本充足率满足未来 3-5 年内业务规模扩张；其次，再融资行为已经完成或接近完成，越早越有利；再次，从二级市场承受能力来看，发行 H 股、定向增发的方式要优于配股方式，而配股方式又优于公开增发方式。综合考虑上述 3 方面，招商银行、浦发银行和民生银行优势更为明显。

对于第三类银行，综合考虑两方面，民生银行与兴业银行的优势最为明显。

对于第四类银行，目前基本面相对较差但有望得到改观的而可能产生交易性机会的银行为华夏银行与深发展。

## 重点公司

**招商银行（600036.SH）**

近期公司配股已经完成，资本补充到位，220 亿元的融资规模约能提升资本充足率约 1.5 个百分点，未来 2-3 年内业务发展的资本瓶颈已经得到解除。且受益于贴现占比同比下降、存贷比上升以及货币市场收益率攀升，预计招行 1 季度净息差将显著反弹，从而带动 1 季度业绩超预期增长。而考虑到招行的资产负债结构以及去年以来其为行业之中净息差下滑幅度最大的银行，预计在未来基准利率重新步入上升通道之后，招行将成为净息差回升有望贯穿全年，成为反弹张力最强的银行。

进一步考虑到其一贯以来优良的信贷质量与风控水平，尤其是去年对地方政府融资平台贷款的审慎态度亦令招行面临更小的资产质量压力，而目前由于新近完成增发，有一定的业绩摊薄效应，A 股估值折合约 16 倍 2010 年 PE，或 2.4 倍 2010 年 PB，维持“买入”投资评级。

**浦发银行（600000.SH）**

公司 2009 年业绩因业务扩张受资本充足率束缚，增速下探到了近年来的最低点。但这些消极因素将随着中移动的入资而消失。如果定向增发能够顺利完成，虽然短期内将对公司 2010 年业绩产生较明显的摊薄效应，从而拉高 PE，但由于能够一次性大幅提高资本充足率约 4 个百分点，因此对未来 3-5 年内的业绩影响为正面，同时公司净资产也能得到显著增厚，从而降低公司 PB。近期以来，由于投资者对于资本充足率瓶颈的担忧，公司股价走势较弱。中移动以战略投资者身份的介入不仅能够令资本充足率问题迎刃而解，而且可能促使双方利用在各种业务领域的资源和优势，在如电子金融等方面展开更深层次的合作，从而有利于推动公司股价走强，且公司近年来谨慎的不良贷款减值准备政策也能预先缓解未来公司拨备支出回升的压力，净息差也具备较强的反弹张力，维持“买入”投资评级。

**兴业银行（601166.SH）**

净利息收入方面，公司已经提出其再融资方案，如果能够顺利实施，有助于解决未来信贷扩张的资本瓶颈问题。而公司在中小企业业务等方面具有较强的优势，贷款议价能力的增强、货币市场收益率的反弹以及基准利率重新步入上升期，公司净息差回升的趋势在 2010 年仍将延续。中间业务方面，银行卡、咨询顾问和担保承诺手续费增速居前。

投资收益方面，公司在货币市场投资领域具备较强的优势，而 2010 年的大环境有助于债券收益率的提升

不良贷款余额较年初减少了 3.69 亿元，不良率进一步下降至 0.54%，全年拨备覆盖率达 254.93%，有助于缓解未来信用成本反弹的压力。不良贷款减值准备金支出低于我们此前的推测，但与 2008 年同期的 34.16 亿元拨备支出相比，2009 年的拨备力度依然明显不如，这也是公司 2009 年业绩超出我们预期的主要原因。

我们预测公司 2010-2011 年每股收益 3.07 元和 3.52 元，以 2010 年 3 月 3 日收盘价为基准，折合 11.33 和 9.88 倍 PE，每股净资产分别为 15.50 元和 18.88 元，折合 2.25 和 1.84 倍 PB，处于安全区间。公司过去由于在房地产相关贷款以及沿海出口型中小企业贷款比重过高，而

引发市场担忧，股价走势一度疲软，但随着经营环境正在逐渐回暖，基本面不断好转，考虑到公司一贯以来良好的成长性，以及股价高 beta 的特征，继续维持“增持”投资评级。

**民生银行（600016.SH）**

主营业务复苏态势明显：剔除海通证券投资收益因素干扰，公司各项业绩收入指标开始逐步从底部回升，一方面表明投资收益的爆发性增长仍是公司今年以来业绩正增长的最主要原因，另一方面也显示公司主营业务复苏迹象日益明显。

信贷结构优化，息差大幅回升：公司前三季度净息差为 2.61%，较中期上升了 18 个 pbs，在行业中表现较为突出。除存款活期化因素外，贷款结构中低收益率的票据贴现部分朝高收益的一般性贷款转化，是净息差上升的主要原因。未来仍有超过 600 亿元置换空间是一大看点

前三季度手续费收入环比基本持平，09 年全年有望实现正增长：公司前三季度实现手续费及佣金净收入同比下降了 25.20%，其中三季度实现净收入 12.54 亿元，基本与第二季度持平，高于 08 年同期越 3.63 个百分点，由于 08 年四季度基数低，预计全年有望实现正增长。

H 股发行也有力地提升了公司资本实力，在公司信贷结构不断优化，净息差大幅回升，中间业务逐步复苏以及信用成本处于低水平的背景下，预计公司仍将保持良好的增长势头，维持“增持”评级。

**深发展（000001.SZ）**

公司 2009 年规模增长整体平稳，由于资本充足率不足的短板，信贷扩张速度低于其他同类公司。但进入三季度以后，随着经济复苏迹象逐步显现，公司一般性贷款、贸易融资业务均呈现出快速增长的势头，主要体现为钢材、汽车行业的增长。在各项资产收益率都略有下降的情况下，通过存贷比和票据贴现贷款置换等结构调整方式实现整体息差小幅提高，而从全年看，净息差变动平稳 ，而未来仍有一定的票据贴现置换空间。

09 年底尽管不良贷款出现双升但幅度均不大，不良率和形成率均处于较低水平，预计未来拨备上升压力不大。考虑到随着经济逐步复苏，公司资产质量不断改善，贸易融资显著增长，以及平安介入后给公司带来的成长机遇，维持“增持”投资评级。

**华夏银行（600016.SH）**

盈利能力欠佳和信贷规模扩张速度较慢是一直以来制约公司业绩

增长的主要因素。公司可以通过业务结构调整，压缩同业业务规模，一方面可以缓解资本充足率方面的压力，另一方面也有利于盈利能力的提升。而近期 44 亿元次级债的发行，有助于缓解资本充足率持续下滑的消极影响，此前对公司估值压力的一大重要负面因素得以消除。鉴于公司财务状况持续改善，估值优势明显，上调至“增持”评级。

## 风险因素

1、 关注后续紧缩性政策陆续推出时对银行股价形成的短期冲击;
2、 宏观经济出现二次探底;
3、 管理层在资本充足率方面提出更严格的要求;
4、 货币政策收紧幅度超出预期。

## 重点公司股票池

Figure 27 银行业重点公司股票池

| 股票代码 | 股票简称 | 评级调整 | 现价 | 每股收益（元） | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 09E | 10E | 11E | 09 年 | 10 年 | 11 年 |
| 600036 | 招商银行 | 买入 | 15.43 | 0.92 | 0.96 | 1.12 | 20.96 | 16.07 | 13.78 |
| 600000 | 浦发银行 | 买入 | 21.61 | 1.51 | 2.00 | 2.20 | 14.31 | 10.81 | 9.82 |
| 601166 | 兴业银行 | 增持 | 34.90 | 2.65 | 3.07 | 3.52 | 13.17 | 11.37 | 9.91 |
| 600016 | 民生银行 | 增持 | 7.33 | 0.55 | 0.63 | 0.75 | 13.33 | 11.63 | 9.77 |
| 600016 | 华夏银行 | 增持 | 11.57 | 0.71 | 0.98 | 1.25 | 16.30 | 11.81 | 9.26 |
| 000001 | 深发展 | 增持 | 22.30 | 1.62 | 1.78 | 2.20 | 13.77 | 12.53 | 10.14 |

资料来源：世纪证券研究所

**世纪证券投资评级标准：**

**股票投资评级**

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**行业投资评级**

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.