



24 March 2010 | 20 pages

价量齐升 阴霾渐散去

——银行业 2 季度投资策略

姓名：史海昇 执业证书编号：S1230209120122
 86-21-6471 8888
 zsyj@stocke.com.cn

本报告导读：

- 加息可能性加大
- 基本面价量齐升 关注县级以下融资平台贷款
- 盈利确定+低估值，维持买入评级

投资要点：

■ 加息的可能性增大 公开市场及准备金调整成常态

根据浙商宏观研究的判断，3 月份 CPI 将小幅下滑，但是此后将快速上升至 3% 水平，并在 8 月份继续快速攀升。从 CPI 的角度而言，央行在 4、5 月份加息的可能性极大。2 季度的公开市场操作力度将加大，存款准备金率也有再度上调的可能，但从此前的市场反应来看，已经较为平和。

■ 基本面价量齐升

绝大多数年份的实际新增信贷都超过计划，平均超过幅度 20 个 PC。此外基建类贷款有一定粘性，中长期贷款的后续投放依然较为强劲，今年的新增信贷投放超过 8 万亿是大概率事件，且不排除有更大的数值出现。

上半年息差的自然反弹幅度有超预期的可能。法定利率没有上调的情况下，贷款利率上浮可能较多的出现在中小银行对中小客户的议价方面，对国有大银行来说，更多的是以减少下浮占比的方式来提升息差。从部分银行了解到的情况来看，4 季度息差以及今年 1、2 月份的上浮贷款的占比情况以及息差的上升情况较好，部分国有银行下浮贷款占比较 09 年末减少了 10 个百分点。

政府融资平台贷款历来就有，但在 09 年的经济刺激计划下被放大。贷款质量取决于中国未来的经济增长和房地产市场的发展状况，就这两点来说我们比较有信心。09 年底上市银行融资平台贷款在总贷款中占比在 7%-20% 不等，但加权平均后显著低于全行业平均的 18.8%。因为国开行、农发行以及地方农信社等政策性金融机构承担了相当大比例。

■ 流动性影响估值水平 维持“买入”评级

在当前流动性收紧的市场预期下，银行股享受的溢价率（或者说溢价率的回升）是逐步缩小的。这也是为什么我们说银行股的基本面已经走出了经济调整的阴影，但股价表现却在高位（即 09 年 2 季度）回调后迟迟不启动的原因。但我们仍然坚持认为“估值低+盈利确定”是银行股获取一定相对收益的保证，市场对此的认同度或许正在渐行渐近。

■ 推荐个股

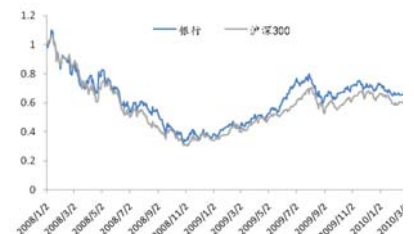
息差反弹思路下推荐招行和宁波；压制因素解除思路下推荐浦发（困扰多时的资本金问题一举解决，公司规模扩张有了保证）、兴业（房地产调控措施加深加强迹象不明显，现有股价已经反应了市场对公司房地产贷款质量的担忧）。此外，还有估值处于同类银行低端的民生银行（2010-2011 年 PE11.7X、10.1X；PB1.6X、1.4X）、华夏银行（10-11 年 PE11.3X、9.64X）也或将由于定向增发和 1 季报超预期而有较好的表现。

细分行业评级：

银行	买入
----	----

公司推荐

浦发	买入
招商	买入
宁波	买入
兴业	买入



相关报告

《建议关注息差反弹力度》
——银行业 3 月月报

《银行业：紧缩提前来临 或将加快息差提升》
——银行业跟踪报告

《基本面已经到位 期待政策之窗打开》
——2010 年银行业投资策略

《银行业：融资不是洪水猛兽，期待估值修正》
——银行业跟踪报告

《城商行，谁是你的明天？》
——城商行发展专题研究

报告撰写人：史海昇

报告数据支持人：黄薇



正文目录

1	宏观判断：政策退出后的观察期.....	4
1.1	二季度为宏观政策观察期	4
1.2	加息可能性增大	4
2	基本面判断：价量齐升.....	5
2.1	贷款规模有突破计划的可能	5
2.2	息差超预期反弹将成为亮点	6
2.3	资产质量担忧可暂缓-对政府融资平台贷款的分析.....	8
2.4	大额融资的阴影正在散去	10
3	市场判断：空间不会太大.....	11
3.1	流动性影响银行股估值水平	12
4	投资策略：渐行渐近的相对收益.....	13
4.1	维持行业“买入”评级	13
4.2	个股推荐	14
5	风险提示.....	14
5.1	房地产业长期、深幅调整	14
5.2	持续紧缩	14
6	推荐个股情况.....	14



图表目录

图表 1: 4、5 月份央行具有较大的升息压力	4
图表 2: 近 10 年来的当年实际新增额约为计划新增额的 1.2 倍	5
图表 3: 近 30 年来的贷款同比增速为工业增加值同比增速的 1.5 倍	5
图表 4: 每年 2 季度的新增信贷投放占比	6
图表 5: 当前的贷款上浮占比远低于历史平均水平	6
图表 6: 货币市场利率从 09 年下半年开始经历了 2 次跳升	7
图表 7: 3 季度行业净息差环比上升了 11 个 BP	7
图表 8: 东、中、西部三个城市的 09 年财政收入结构	8
图表 9: 中西部城市的财政收入中有相当大比例来自于土地使用权出让费	9
图表 10: 上市银行基建类贷款在 09 上半年增幅有显著差别	10
图表 11: 后续的上市银行的融资压力已经大大减小	10
图表 12: 2010 年底各银行股权融资缺口	11
图表 13: 流动性与银行股走势如出一辙	11
图表 14: 剪刀差与银行股 PE 溢价率的启动时点十分相近	12
图表 15: PB 溢价率的波动幅度相对较小	12
图表 16: 当前各上市银行的估值水平	13
图表 17: 2010 年 1 季度各行业涨跌幅 (截至 3-24)	13



1 宏观判断：政策退出后的观察期

1.1 二季度为宏观政策观察期

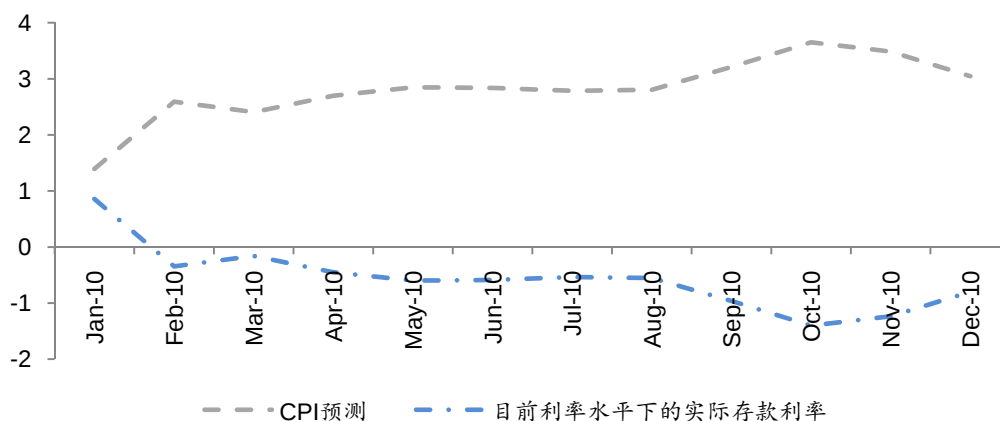
浙商证券宏观研究认为，经历一季度强力的货币、投资退出政策，未来两三个月内经济运行和政策氛围进入“政策观察期”。此期间的特征是退出政策对实体经济影响逐渐显现，退出政策进入阶段性尾声，对市场的影响力减弱。

1.2 加息可能性增大

从中国的实际情况来看，控制银行信贷从而抑制通胀比直接加息来得更为有效。我们看到央行 2 次上调存款准备金率，并持续进行的窗口指导对各商业银行的放贷行为都收到了较好的实际效果，因此加息在目前来看并非箭在弦上。因此我们认为后期的公开市场操作力度将有所加大，同时存款准备金率也有再度上调的可能，但从此前的市场反应来看，已经较为平和。

根据浙商宏观研究的判断，今年 3 月份 CPI 将小幅下滑，但是此后将快速上升至 3% 水平，并在 8 月份继续快速攀升。因此从 CPI 的角度而言，央行在 4、5 月份加息的可能性极大。随着央行加息预期的升温，人民币升值预期也将阶段性提升。

图表 1：4、5 月份央行具有较大的升息压力



数据来源：浙商证券研究所宏观研究



2 基本面判断：价量齐升

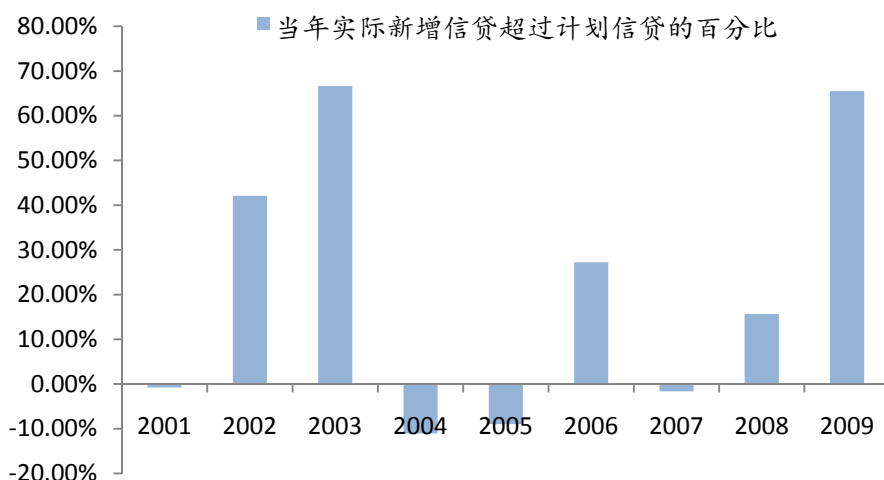
2.1 贷款规模有突破计划的可能

现在市场对于 2010 年新增贷款的规模普遍预计在 7.5 万亿元。而且按照 3: 3: 2: 2 的四季度投放比例, 每个季度投放均衡, 不大会出现类似 09 年的生息资产集中在上半年生息的情况, 因此市场对于 2010 年的利息收入并未有太乐观的估计。

但我们认为, 影响利息收入的“量”和“价”都有超预期的可能。从量上来看, 我们分析了 2001 至 2009 年的货币政策执行报告, 发现绝大多数年份的实际新增信贷都超过计划新增信贷, 平均超过幅度为 20 个百分点。此外, 基建类贷款有一定粘性, 因此中长期贷款的后续投放依然较为强劲; 再次是从历史经验来看, 在经济刺激计划的第一阶段由中央政府投入为主, 接下来的时期地方投资会有一定程度的跟进。

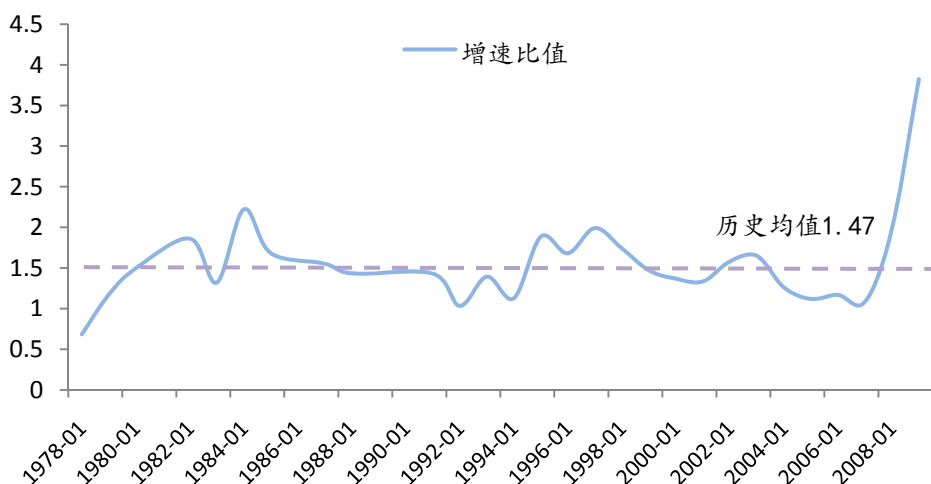
我们判断今年的新增信贷投放超过 8 万亿是大概率事件, 且不排除有更大的数值出现。因此, 2010 年贷款增速在不十分乐观的情况下可达 20%。

图表 2: 近 10 年来的当年实际新增额约为计划新增额的 1.2 倍



数据来源: 各年货币执行报告, 浙商证券研究所

图表 3: 近 30 年来的贷款同比增速为工业增加值同比增速的 1.5 倍

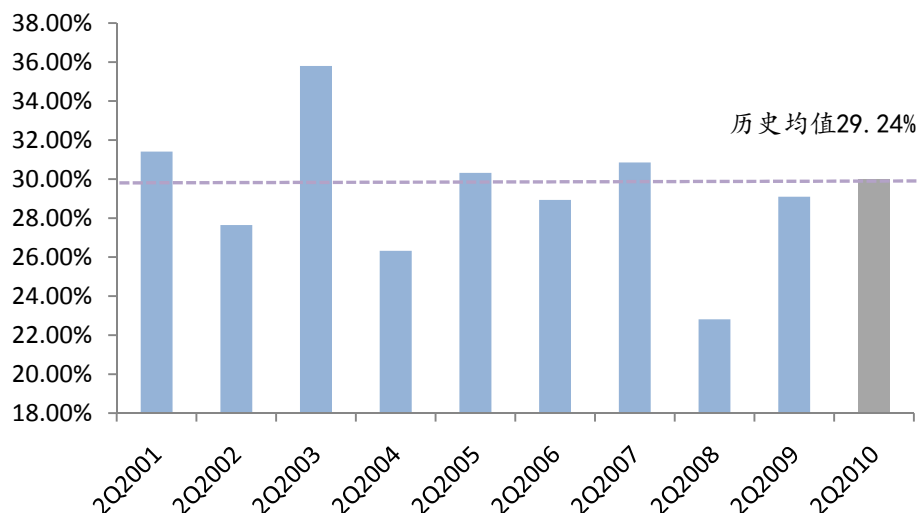




数据来源: wind, 浙商证券研究所

尽管今年央行对信贷投放节奏的要求改为 3: 3: 2: 2, 即 2 季度的新增投放占全年的 30% 左右。从历史数据来看, 每年 2 季度的新增信贷占比均值为 29.24%。也就是说, 并不会因为今年有均衡信贷的节奏管制, 2 季度的单月新增信贷额度就出现大幅低于市场预期的现象。09 年 2 季度的月均新增信贷为 9000 亿元, 预计今年也有 7000-8000 亿元, 同比来看差距并不会显得太大, 因此不会引发市场对 2 季度的流动性有严重收紧的担忧。

图表 4: 每年 2 季度的新增信贷投放占比



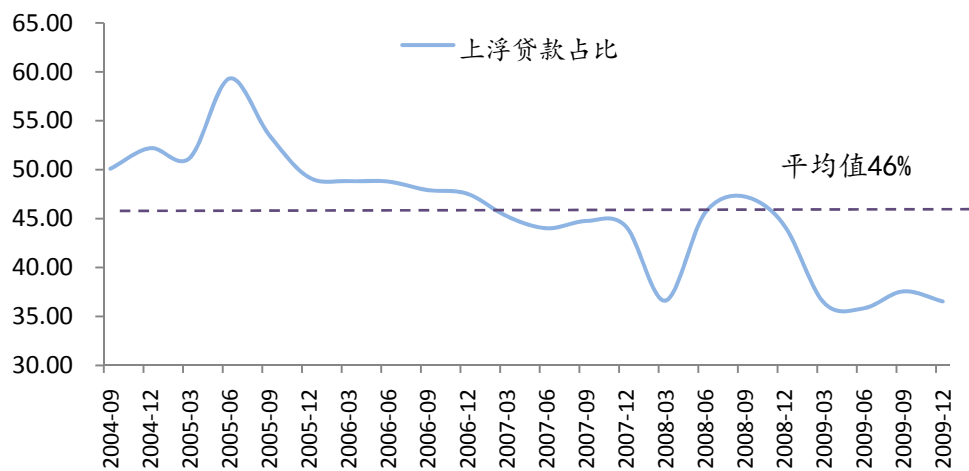
数据来源: 浙商证券研究所

2.2 息差超预期反弹将成为亮点

我们前面的宏观判断认为 2010 年 4、5 月份央行将面临较大的加息压力, 但同时认为加息的空间并不会很大。目前 09 年年报还未公布, 以原有数据来测算加息对各银行息差的影响并不准确, 且考虑到贷款重定价的因素, 小幅加息对 2010 年银行业的净利润的正面贡献也不会太大, 远低于货币市场利率和议价能力两项因素的影响。因此我们下面对商业银行的息差回升都是在不加息的情况下进行考虑的。

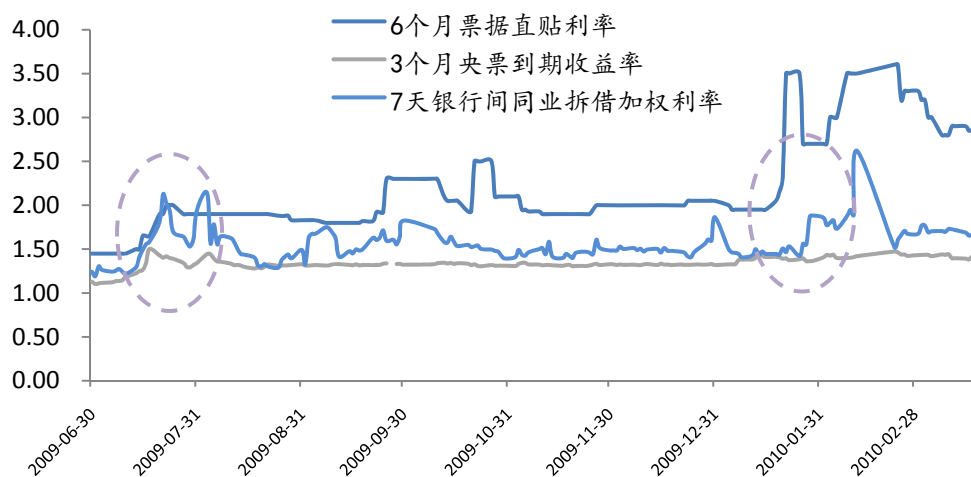
我们认为 2010 年上半年息差的自然反弹幅度有超预期的可能。3 季度行业平均息差较 2 季度提升了 11 个 bp, 尽管年报及 1 季报还未披露, 但从部分上市银行了解到的情况来看, 4 季度息差以及今年 1、2 月份的上浮贷款的占比情况以及息差的上升情况较好。部分国有银行下浮贷款占比较 09 年末减少了 10 个百分点。由此看来, 在法定利率没有上调的情况下, 贷款利率上浮可能较多的出现在中小银行对中小客户的议价方面, 而对国有大银行来说, 则更多的是以减少下浮占比的方式来提升息差。

图表 5: 当前的贷款上浮占比远低于历史平均水平



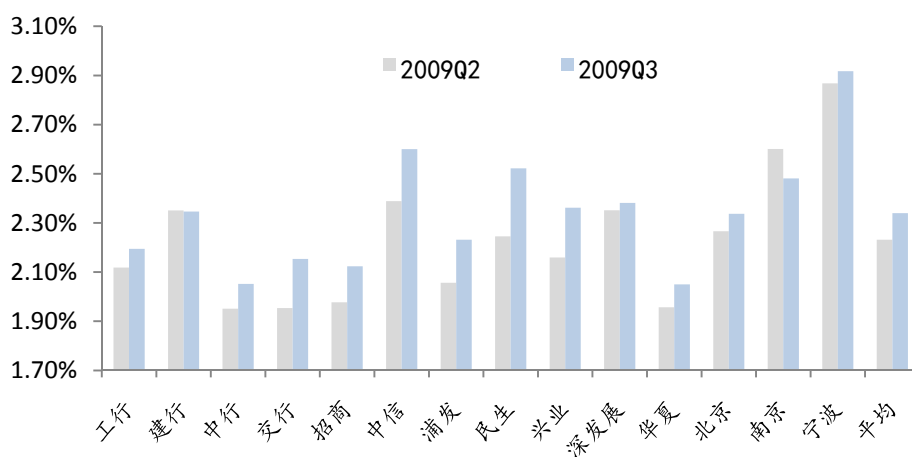
数据来源：浙商证券研究所

图表 6：货币市场利率从 09 年下半年开始经历了 2 次跳升



数据来源：浙商证券研究所

图表 7：3 季度行业净息差环比上升了 11 个 BP



数据来源：浙商证券研究所



2.3 资产质量担忧可暂缓-对政府融资平台贷款的分析

1、一些基本情况

所谓地方政府投融资平台，是指各级地方政府成立的以融资为主要经营目的的公司，包括不同类型的城市建设投资、城建开发、城建资产公司等企业（事）业法人机构，主要以经营收入、公共设施收费和财政资金等作为还款来源。

投融资平台贷款基本都是由集团承担融资任务，获取资金后统一打入财政局专项账户，糅合后由旗下各分公司根据所承担业务的建设需要申领资金。因此在该模式下无法做到银行要求的贷款专款专用，也就没有贷后跟踪路径可寻。

融资平台贷款所投入的项目大致可分为两类：第一类项目的启动资本金靠财政投入，项目本身有经营性收入，可以用项目建成后产生的收益来偿还银行贷款的本息，如高速公路、开发区，城市供水供气等；第二类项目属于公益性建设，没有经营性收入或经营收入不足以偿还贷款本息，完全或部分需要依靠地方政府预算内财政收入来偿还银行贷款，如道路和桥梁建设、公共文化设施等。

预计上述第一类贷款在融资平台贷款总额中占比仅为 30%左右，也就是说地方政府要为余下的 70%贷款支付利息并偿还本金。

2009 年底所有金融机构地方投融资平台贷款余额约 7.5 万亿，占银行贷款余额比例为 18%；其中 09 年新增 3.5 万亿，占比 47%；谨慎估计县级以上政府融资平台贷款余额为 1.5-2 万亿（也有媒体报道是 1 万亿）。

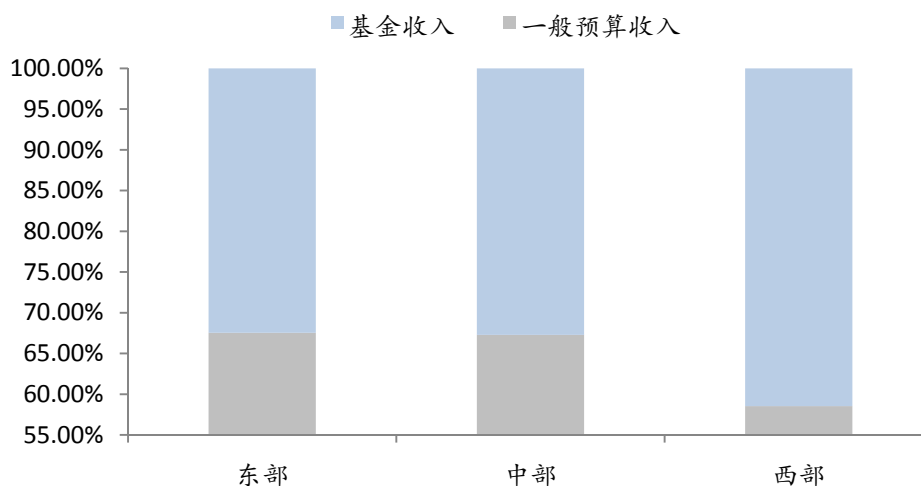
2、地方财政收入情况

地方财政收入大致可分为一般预算收入、基金收入、债券发行收入（部分财务状况合格的地方政府可由财政部代发地方政府债）三个部分。

一般预算收入分为税收收入和非税收收入两块，其中税收收入占绝大部分，税收收入中与房地产相关的有房产税、契税，以及增值税、营业税、企业所得税中由房地产企业上缴的部分；基金收入中，土地使用权出让收入占比较大。

我们在东部、中部、西部分别选取了 1 个代表性城市，分析其 09 年的财政收入结构，剖析地方政府的偿债能力。

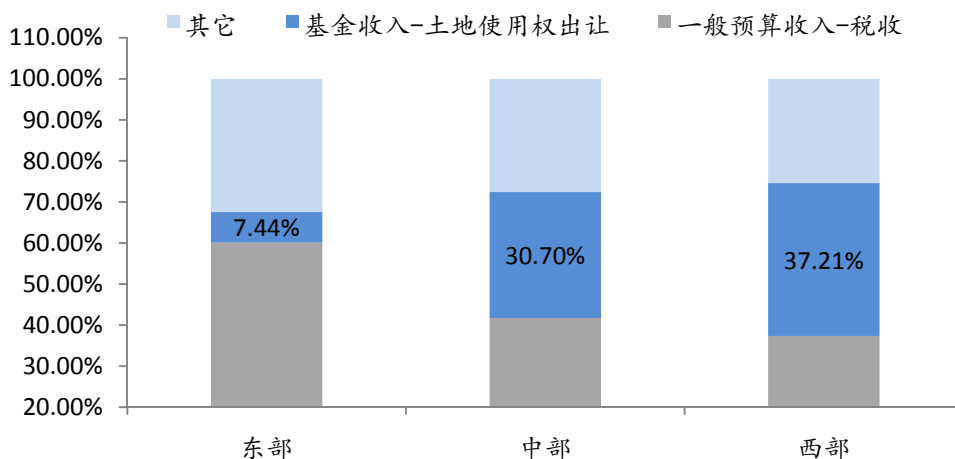
图表 8：东、中、西部三个城市的 09 年财政收入结构





数据来源：地方政府预算报告，浙商证券研究所

图表 9：中西部城市的财政收入中有相当大比例来自于土地使用权出让费



数据来源：地方政府预算报告，浙商证券研究所

数据说明：比例为土地使用收入/财政收入，税收收入/财政收入，其它收入/财政收入。

由上述分析可看到，地方政府的偿债能力与税收收入、土地使用权出让收入紧密相关。因此，企业利润（反应中国 GDP 的增长情况）、房地产市场运行状况是政府融资平台贷款质量有所保障的关键因素。因此，政府融资平台贷款的质量在很大程度上是与中国未来的经济增长挂钩，与房地产市场的运行状况挂钩，认为它涵盖了特殊的高风险是不合理的。

3、上市银行的情况

2009 年底上市银行中政府融资平台贷款在各行总贷款中的占比在 7%-20% 不等，但加权平均后的占比显著低于全行业平均的 18.8%。因为国开行、农发行以及地方农信社等政策性金融机构承担了相当大比例的政府融资平台贷款。

从我们上面的分析来看，政府财政实力较弱就容易导致贷款坏账的形成，因此前面提到的县级以下政府融资平台贷款存在较大的风险隐患。

从上市银行的角度来看，股份制银行的网点多数都分布在城市，因此参与县级融资平台贷款的概率较小，即便有也是县一级中较好的项目推荐上来，问题相对较轻。

国有大行方面，各银行有相关指导意见表示主要针对重点城市授信，县级以下贷款原则上不参与。但我们认为，国有大行在经济波动期的贷款投向出于一定程度上的政治因素考虑，因此从谨慎角度考虑，如果 09 上半年新增贷款中如果投向西部地区的比例过高，则未来也有一定隐患，半年报显示 4 家国有大行中，工行的新增贷款投向中西部的提升较多，建行甚至略有下降。

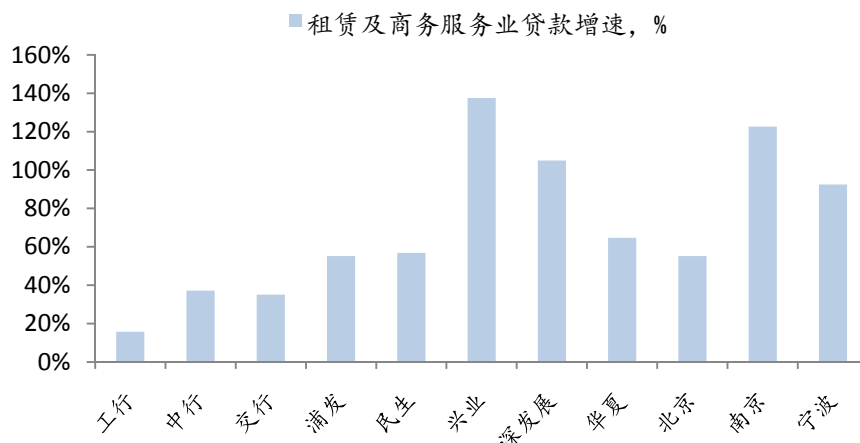
3 家城商行均处于经济较为发达的长三角和环渤海地区，当地政府的自身财政实力较强，从一定程度上保证了贷款质量。从城市化进程来看，北京和南京均属于一线城市，宁波地区属于基础较好的二线城市，从本地贷款构成上来看，除一定的轨道交通建设贷款外，政府融资平台项目不多，但我们考虑到 3 家城商行均处在异地扩张阶段，在异地的分支行在开业初期多倾向于与政府合作，在该背景下产生了部分政府融资平台贷款。

09 年新增信贷中的政府融资平台贷款，上市银行一般将其计入租赁及商务服务行业，09 中期数据显示，绝大多数上市银行在该行业下的贷款较 08 年末有了大幅增长，这从一个方面反映出银行参与地方投资项目的程度。



我们的结论是，政府融资平台贷款历来就有，但在 09 年的经济刺激计划下被放大。贷款质量取决于中国未来的经济增长和房地产市场的发展状况，就这两点来说我们都比较有信心。具体到各级地方政府的财政实力，中西部及县级以下的政府融资平台贷款是需要长期关注的，但现在来看上市银行中除了几大国有银行外，其它均参与不多。

图表 10：上市银行基建类贷款在 09 上半年增幅有显著差别

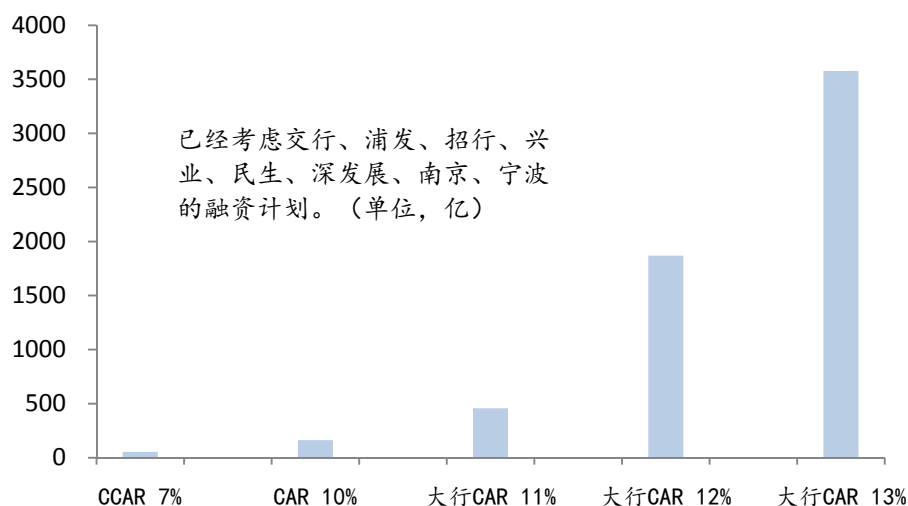


数据来源：浙商证券研究所

2.4 大额融资的阴影正在散去

我们在年度投资策略中测算了 6.5 万亿、7 万亿和 7.5 万亿新增信贷下的上市银行融资压力。年后又有部分银行公布了股权融资计划，我们上调了 10 年的新增信贷额度至 8 万亿，同时考虑了已公布融资计划的银行资本金的增加，再小幅调整了净利润情况，分红情况为 09、10 年四大行分红率 50%，中小行 40%，得出的测算结果如下图。

图表 11：后续的上市银行的融资压力已经大大减小



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

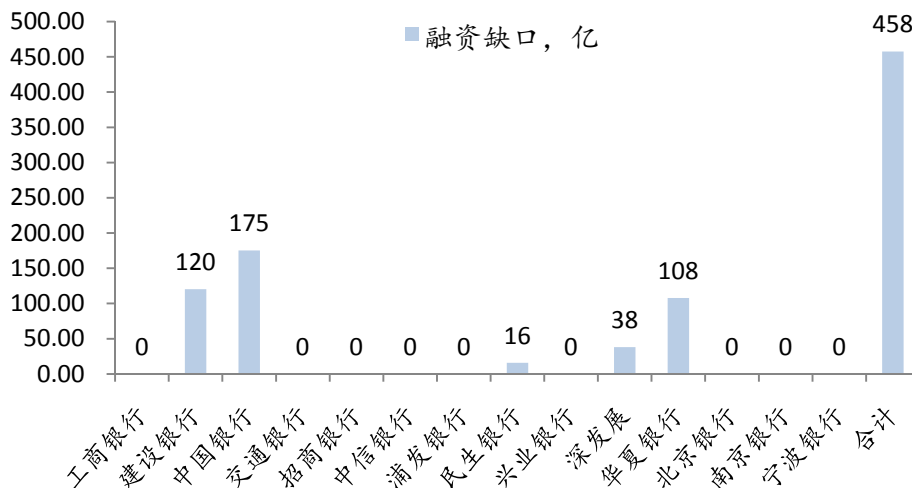
数据说明：大行 CAR11%表示四大行的 CAR 要求为 11%，中小银行为 10%，下同。

由于银监会主席刘明康此前曾在公开媒体表示大型银行 CAR 监管标准暂定为 11%，中



小型银行 CAR 为 10%。我们以此为标准测算了各上市银行 2010 年底的融资缺口。测算结果显示，大行中的建行和中行有融资压力，股份制银行中华夏压力较大。考虑到华夏银行还未公布融资计划，且德意志银行经过增持后已经成为第一大股东，我们判断公司近期将有定向增发计划；中行行长此前也表示要尽快赴港融资，有传言表示拟融资 70 亿美元，属实的话，中行在 A 股的股权融资压力将基本消除；建行高管表示 10 年没有融资计划，则公司或将从降低分红率、增加净利润以及节约资本（与前面我们分析到的，建行在政府融资平台贷款方面最为保守相互呼应）等方面入手开展 10 年业务，从而化解融资压力。

图表 12：2010 年底各银行股权融资缺口

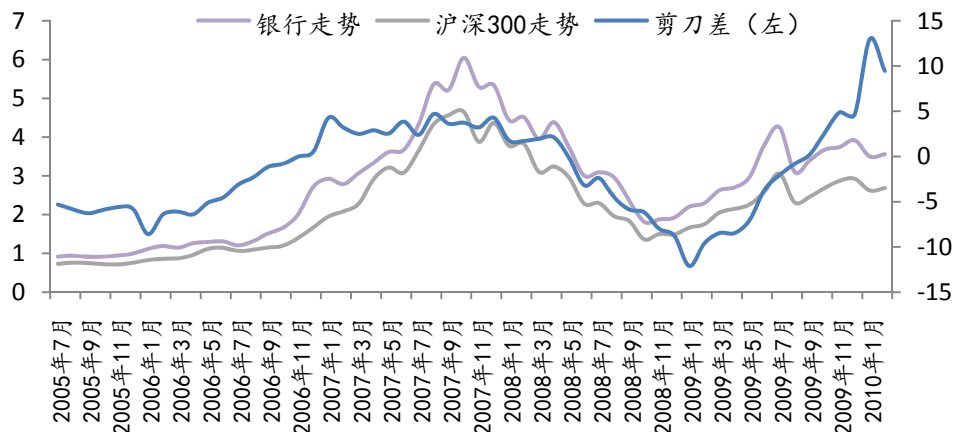


数据来源：公司公告，浙商证券研究所

3 市场判断：空间不会太大

从一定程度上来说，基本面与市场走势的背离是资本市场的魅力所在，中短期走势总是受到一些市场因素的影响而无法与基本面一致。对银行股来说，由于流通市值、与经济政策的相关性等因素存在，市场流动性对银行股走势的影响较为明显。我们从下图可以看到 05 年 7 月以来银行股走势与剪刀差（M1-M2）走势基本是一致的。

图表 13：流动性与银行股走势如出一辙



数据来源：浙商证券研究所

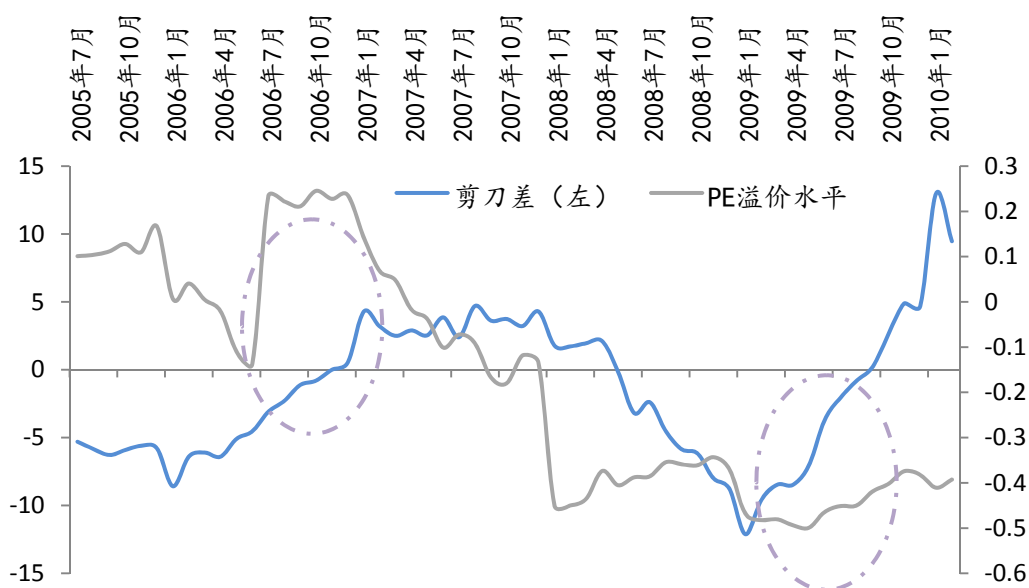


3.1 流动性影响银行股估值水平

我们选取了05年7月以来剪刀差与银行股相对沪深300的PE溢价水平看到PE溢价水平来考察。其中的一个大背景是06年以来大型银行股的上市，市场给予银行股的市盈率溢价水平逐渐走低。但我们仍然可以看到2次较为明显的启动迹象，如图所示。

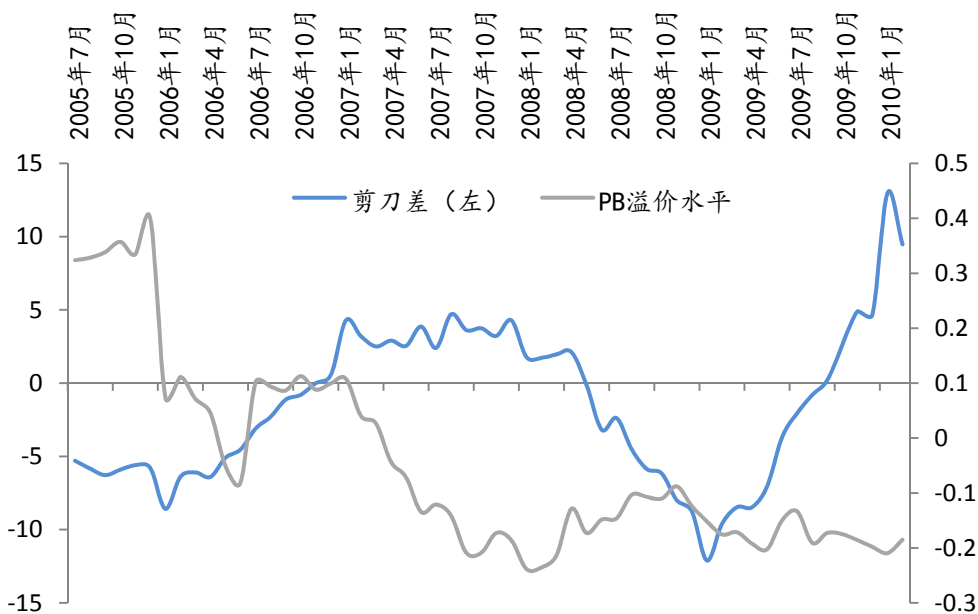
由此判断，在当前流动性收紧的市场预期下，银行股享受的溢价率（或者说溢价率的回升）是逐步缩小的。这也是为什么我们说银行股的基本面已经走出了经济调整的阴影，但股价表现却在高位（即09年2季度）回调后迟迟不启动的原因。

图表 14：剪刀差与银行股 PE 溢价率的启动时点十分相近



数据来源：wind，浙商证券研究所

图表 15：PB 溢价率的波动幅度相对较小





数据来源: wind, 浙商证券研究所

图表 16: 当前各上市银行的估值水平

	银行	股价	PE		PB	
		2010/3/22	09E	10E	09E	10E
601398	工商银行	4.87	12.74	10.30	2.36	1.99
601939	建设银行	5.60	11.92	10.00	2.38	1.98
601988	中国银行	4.16	12.87	9.58	2.00	1.76
601328	交通银行	8.13	12.21	10.33	2.38	2.01
600036	招商银行	15.67	17.99	12.92	3.18	2.57
601998	中信银行	7.19	19.44	16.27	2.66	2.35
600000	浦发银行	22.21	12.82	13.22	2.82	2.00
600016	民生银行	7.55	14.00	11.41	2.18	1.88
601166	兴业银行	35.98	12.88	10.39	2.87	2.28
000001	深发展 A	23.15	13.71	11.92	3.32	2.28
600015	华夏银行	11.85	15.50	12.44	1.86	1.64
601169	北京银行	16.53	16.04	12.34	2.58	2.20
601009	南京银行	17.12	18.07	12.95	2.47	1.93
002142	宁波银行	15.91	26.37	19.95	3.96	2.71

数据来源: 浙商证券研究所

4 投资策略: 渐行渐近的相对收益

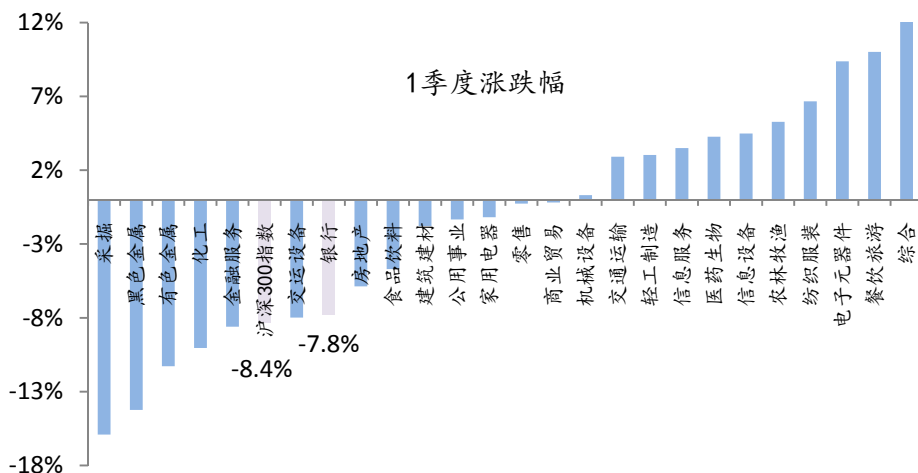
4.1 维持行业“买入”评级

今年一季度沪深 300 指数下跌 8.4%，银行股下跌 7.8%，金融指数下跌 8.6%。银行与沪深 300 指数表现基本同步，未能有超额收益。

我们在年度投资策略中认为基本面已经到位，但扰动因素仍存在。经历 1 个季度以后，我们认为银行业 2010 年的基本面更加清晰明朗，不是以价补量而是价量齐升+资产质量的“无近忧”，净利润的增长将更加明确。同时经过银监会一系列的针对性措施，如提高拨备覆盖率、补充资本金等规范，虽然短期对各商业银行来说是严峻的考验，但也意味着为长期发展扫平了道路、做好了铺垫，因此目前来看银行股近期的扰动因素已经弱化。

我们一直在期待银行股行情催化剂的出现，但这个催化剂是否存在以及是否能在变幻的市场中起作用，还需要等待市场的答复。正如我们前面分析到的，流动性与银行股的估值息息相关，历史数据显示在当前这个流动性收紧的市场中给予银行股较高溢价并不现实，因此银行股大幅走高的情况出现概率较低，但我们仍然坚持认为“估值低+盈利确定”是银行股获取一定相对收益的保证，市场对此的认同度或许正在渐行渐近。

图表 17: 2010 年 1 季度各行业涨跌幅（截至 3-24）



数据来源: wind, 浙商证券研究所

4.2 个股推荐

我们二季度对个股的推荐思路有两个方面。首先是息差的反弹，其次是前期压制因素解除。

第一条思路下推荐招商银行和宁波银行；第二条思路下推荐浦发银行（困扰多时的资本金问题一举解决，公司规模扩张有了保证）、兴业银行（房地产调控措施加深加强迹象不明显，现有股价已经反应了市场对公司房地产贷款质量的担忧）。

此外还有估值处于同类银行低端的民生银行（2010-2011 年 PE11.7X、10.1X；PB1.6X、1.4X），华夏银行也或将由于定向增发和 1 季报超预期而有较好的表现。个股推荐理由及估值情况详见第六部分。

5 风险提示

5.1 房地产业长期、深幅调整

银行业绝大多数的抵押物都是地产相关类资产，因此房地产业如果进入长期、深度调整期，对中国的银行业将造成严重影响。

5.2 持续紧缩

尽管目前管理层强调适度宽松的货币政策，但流动性趋紧的现实已经出现。在经济企稳恢复的阶段，持续的紧缩或将使得经济体中部分企业资金链更为紧张，从而引发企业资产质量的负面预期，而不良贷款预期的形成对银行业整体打击是巨大的。

6 推荐个股情况



专注小企业 善管高风险

— 宁波银行 (002142)

浙商证券研究所
86-21-64718888
zsyj@stocke.com.cn

- 相似的信贷文化 选择长三角 专注小企业
- 公司在管理小企业风险上已经有了先发优势
- 维持“买入”评级

本报告导读:

投资要点:

■ 定位长三角 专注小企业

由于江浙所在的长三角地区企业拥有相似的信用文化,且处在共同的经济环境下,宁波银行以中小企业为绝对主导的业务拓展在上述区域比较得心应手。我们认为宁波银行坚持中小企业为绝对主导的经营方向是符合自身情况的,依靠对中小企业的较高的议价能力获取上浮贷款利率,同时凭借对本地企业的熟悉程度和逐步完善的独特风控系统控制信贷风险。尽管在起步阶段投入较大,但未来前景广阔。

中国不缺大而全的银行,宁波银行可以依托长三角地区数量众多的小企业客户和良好的、相似的信用基础,逐步发展为有特色的小企业信贷银行。

■ 近期财务数据分析

4 季度净息差较 3 季度 (2.85%) 反弹了 5 个 bp, 我们的模型显示主要是同业资产收益率提升, 贷款中主要是贴现收益率大幅反弹, 而对公贷款收益率仍延续下降趋势, 个人贷款收益率稳中略升, 计息负债成本基本持平; 2、4 季度生息资产环比增长 16.5%, 但其中贷款增长已经大大减速, 主要是债券投资和同业资产支撑; 3、年末不良余额较 3 季度有所反弹, 关注及可疑类继续减少, 损失及次级类有所上升, 全年来说资产质量保持了平稳, 但单季度变化仍值得关注。

■ 驱动公司未来财务期变化的因素

经历 09 全年的贷款投放后公司及时启动了资本补充计划, 未来 2-3 年的增长有较好保障; 我们依旧看好公司未来息差的反弹力度。

■ 维持“买入”评级

我们预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.67 元、1.05 元; BVPS 分别为 5.73 元、6.58 元。DDM 绝对估值为 18.02 元, 维持公司“买入”评级。

■ 公司指标摘要

(单位: 亿)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	22.44	34.04	41.76	63.74	93.84
拨备前利润	12.82	18.07	21.75	36.22	56.03
净利润	9.51	13.32	14.57	19.75	30.89
EPS(元)	0.38	0.53	0.58	0.67	1.05
BVPS (元)	3.21	3.52	3.90	5.73	6.58
PE(X)	40.51	28.93	26.43	23.02	14.72
PB(X)	4.80	4.38	3.95	2.69	2.34

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

¥ 18.02

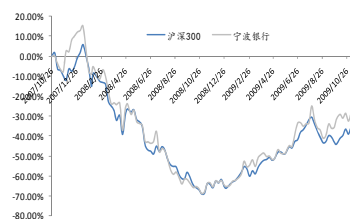
上次预测:

—

当前价格:

¥ 15.60

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.15
2Q/2010	0.17
3Q/2010	0.17
4Q/2010	0.18



公司简介

宁波银行成立于 1997 年 4 月 10 日, 由宁波市财政局、宁波经济技术开发区财务公司、城市信用合作社及市联社的原股东共 364 家机构及企业法人和 2421 名自然人, 共同以发起方式设立的股份制商业银行。截止 09 年末, 宁波银行总资产 1633.5 亿元, 贷款余额 818.6 亿元, 净利润 14.6 亿元。

近期报告

《业绩符合预期 息差反弹差强人意》

——宁波银行 09 年年报点评

《清晰定位下迎来出口的复苏》

——宁波银行调研报告

《未雨绸缪 中长期资本规划显扩张决心》

——宁波银行重大事件



中移动入主 短看资本金 长看客户群

—浦发银行 (600000)

浙商证券研究所
86-21-64718888
zsyj@stocke.com.cn

- 中移动入主 救资本金之急
- 移动金融的长期合作前景值得期待
- 对公业务和资产质量继续位居前茅
- 上调至“买入”评级

本报告导读:

投资要点:

■ 中移动入主 救资本金之急

预计 398 亿资金可使得浦发 2010 年资本充足率在 09 年末基础上提升 3 个百分点以上, 高于银监会对股份制银行 11% 的要求。每股净资产增厚 19%, 每股收益摊薄 19%, ROAE 摊薄 21%。

此次注资大大缓解了多年来浦发发展中的资本瓶颈问题, 是浦发引入战投的首要目的所在。

未融资情况下保守预计浦发 10-12 年净利润复合增长率 31%, 融资后有望达到 35% 以上。

双方未来或将开展的移动金融、电子商务等业务合作, 短期来看可带来一定的存款效应及中间业务收入, 但难有显著利润贡献; 手机支付移动金融等创新业务是未来的发展趋势, 浦发如能及早与大股东开展合作, 则前景不可小觑。

■ 对公业务的优势将继续保持

一直以来浦发银行在对公客户业务上的优势有目共睹, 对公客户群基础较好 (主要体现为资金成本低)、客户经理业务水平较高等都是浦发银行的息差及 ROE 较高的因素所在。同时浦发的资产质量也一直位居前茅, 稳健的经营作风是公司一贯坚持的标准。

■ 上调至 “买入” 评级

我们预计浦发银行 2010-2011 年的 EPS (摊薄后) 分别为 1.68 元、2.15 元; BVPS 分别为 11.34 元、13.78 元, 对应 3 月 10 日收盘价, 10 年 PE 为 12.56X、9.63X; PB 为 1.83X、1.50X, 估值位于行业低端, 上调至 “买入” 评级。

■ 公司指标摘要

(单位: 亿)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	258.76	345.61	345.68	416.43	515.52
拨备前利润	142.37	190.50	205.58	229.21	313.47
净利润	54.99	125.16	137.55	176.20	225.57
EPS(元)	1.26	2.21	1.56	1.68	2.15
BVPS (元)	6.50	7.36	7.88	11.34	13.78
PE(X)	16.43	9.38	13.32	12.56	9.63
PB(X)	3.19	2.82	2.63	1.83	1.50

评级: 买入 (上调)

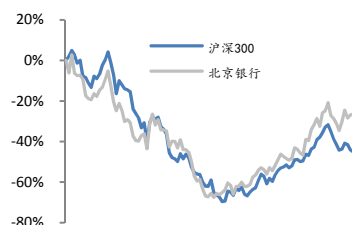
上次评级: 中性

目标价格: ¥26.64

上次预测: —

当前价格: ¥22.03

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.24
2Q/2009	0.23
3Q/2009	0.27
4Q/2009	0.26



公司简介

上海浦东发展银行是 1992 年 8 月经中国人民银行批准设立、于 1993 年 1 月正式开业的股份制商业银行。09 年末总资产 16220 亿元, 33 家直属分行, 565 个营业网点。

近期报告

《中移动入主 资本金瓶颈解决》

——浦发银行重大事件

《净息差大幅反弹, 存款活期化不明显》

——浦发银行 3 季报点评



因时而变是不变的主题

—兴业银行（601166）

浙商证券研究所
86-21-64718888
zsyj@stocke.com.cn

- 紧随城镇化步伐 地产业经营多元化
- 银银平台是未来差异化经营的重要途径
- 维持“买入”评级

本报告导读：

投资要点：

■ 紧随城镇化步伐 满足地产业多元化需求

公司看好城镇化带给中国房地产业的发展机遇，紧随中国的城镇化步伐，不同阶段对房地产业的支持力度不同。如 06 年开始加大力度开展个人住房按揭业务、有选择的开展房地产开发贷；09 年重点开展了土地储备、棚户区改造等房地产贷款；2010 年则计划继续依托政府平台，加大旧城改造、棚户区改造以及保障性住房项目贷款的投放力度。个人按揭贷款的投放已经进行了调整，重点由一线城市转移到了二三线城市，且严格控制风险（约 7 成以上的按揭贷款投向了一套房）。

■ 发展银银平台 巩固同业服务领先地位

银银平台对兴业银行来说并不单纯是一项业务，它包含了一种利用差距、合作共赢的经营理念。尽管目前尚处于第一阶段（即通过利用兴业自身的资源，为广大中小金融机构提供金融服务的阶段，我们认为主要是科技输出及柜面互通等），后期还将继续朝支付结算平台、财富管理平台的方向发展。对于兴业延伸服务网络、推进业务创新、增强竞争实力、提高综合效益等方面将发挥有益作用，并将成为兴业实现差异化经营的重要途径之一。

■ 维持“买入”评级

除行业因素外，兴业目前股价的压制因素还有市场对其资产质量的担忧。公司在房地产业的风险并未显著高于同行，且上述贷款的不良率长期保持非常低的水平。后期公司将在息差提升、零售银行业务开拓等方面有所突破。此外我们看好兴业管理层的经营能力及创新能力。维持“买入”的投资评级。

■ 公司指标摘要

(单位: 亿)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	220.55	297.15	316.79	420.94	550.15
拨备前利润	125.27	173.87	177.36	233.84	326.65
净利润	85.86	113.85	132.82	172.73	243.00
EPS(元)	1.72	2.28	2.66	3.00	4.23
BVPS (元)	7.78	9.80	11.92	15.76	18.09
PE(X)	20.76	15.66	13.42	11.87	8.44
PB(X)	4.58	3.64	2.99	2.26	1.97

评级：

买入

上次评级：

买入

目标价格：

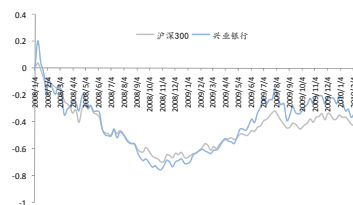
¥ 42.30

上次预测：

当前价格：

¥ 35.70

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.73
2Q/2010	0.75
3Q/2010	0.75
4Q/2010	0.77



公司简介

兴业银行成立于 1988 年 8 月，最初是由福建省福兴财务公司、福建投资企业公司、福建华兴投资公司等三家企业发起，以福兴财务公司为基础成立的区域性股份制银行。07 年 2 月在上交所发行 10.01 亿股，目前总股本 50 亿。

近期报告

《息差反弹有力 地产积极转型》

——兴业银行 09 年年报点评

《因时而变是不变的主题》

——兴业银行价值分析报告



零售+中小 转型正当时

—招商银行 (600036)

浙商证券研究所

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

- 专注零售业务和中小企业 转型正当时

本报告导读:

- 息差回升 非息收入提升有基础
- 维持“买入”评级

投资要点:

■ 专注零售业务和中小企业

较高的市场化程度、坚持贴近中小企业及多年专注零售业务,使得招商银行从客户结构上来说已经具备了进一步转型的条件。09 年 3 季度,公司中小企业贷款占比达到 47%,不良率下降至 1.82%,同时今年以来零售贷款增速远超对公贷款。公司看好零售贷款对客户的粘性,便于开展交叉销售、节省客户开拓成本;小企业贷款平均上浮 20%,对提升息差十分有利。

■ 息差如期回升 或将超预期

后期公司将加大中长期贷款的比重,同时活期存款占比提高,货币市场利率也会逐步提升,上述多方面因素促使招行的净息差稳步回升。我们预计 09 年 4 季度招行息差为 2.26%,即 09 全年息差在 2.16%左右,保守估计 2010 年息差提升至 2.30%附近,如果按揭贷款利率调整或小企业信贷进展顺利,招行的净息差水平则将有超预期表现。

■ 高端客户思维促非息收入发展

由于公司坚持发展高端客户,并以此为基础大力发展交叉销售,因此非息收入得三个方面:信用卡业务、理财业务、资产管理(财富管理)等都在各自的层次上上了一定的发展。信用卡改变跑马圈地的局面,转向精耕细作的发展阶段、理财产品的创新速度加快、以高端客户为基础的财富管理、资产管理等业务也进展顺利。

■ 维持“买入”评级

我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.94 元、1.19 (假定配股于 10 年 1 季度完成,下同)、1.57 元;BVPS 分别为 4.67 元、5.90 元、6.77 元。DDM 绝对估值为 21.42 元,维持公司的“买入”评级。

■ 公司指标摘要

(单位: 亿)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	409.58	553.08	519.69	684.40	914.20
拨备前利润	242.20	315.66	256.28	349.79	469.72
净利润	152.43	209.46	180.51	256.70	339.02
EPS(元)	1.04	1.43	0.94	1.19	1.57
BVPS(元)	4.62	5.41	4.76	5.90	6.77
PE(X)	15.02	10.86	16.49	13.10	9.92
PB(X)	3.37	2.88	3.27	2.64	2.30
PA(X)	0.17	0.15	0.14	0.13	0.10

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

¥ 21.42

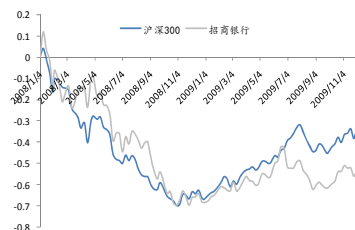
上次预测:

—

当前价格:

¥ 15.57

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.29
2Q/2009	0.27
3Q/2009	0.12
4Q/2009	0.26



公司简介

招商银行 1987 年在深圳成立,目前总股本 191.19 亿,于 02 年 9 月在上交所上市,06 年 4 月在港交所上市。截止 09 年 9 月末,招商银行总资产 20169.01 亿元,贷款余额 11459.11.90 亿元,净利润 130.78 亿元。

近期报告

《招商银行配股点评》

——招商银行重大事件

《对公谨慎 零售创新 永隆超预期》

——招商银行调研报告



浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术



张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务 毛亚莉 +86 21 6431 8893 maoyali@stocke.com.cn	研究服务 魏志羽 +86 21 6471 8888-1106 weizhiyu@stocke.com.cn	研究服务 徐路鹏 +86 21 6471 8888-1700 xulupeng@stocke.com.cn	研究服务 张燕华 +86 21 6471 8888-1287 zhangyanhua@stocke.com.cn
--	--	--	---

研究服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621) 64718888
传真：(8621) 64713795
浙商证券网址：www.stocke.com.cn