

南汉馨

执业证书编号: S0730209090109

021-50588666-8017

nanhx@ccnew.com

负面因素消减、正面因素登场

——银行业 2010 年 2 季度投资策略

研究报告——行业策略

强于大市（维持）

发布日期: 2010 年 3 月 31 日

盈利预测和投资评级

公司简称	09EPS	10EPS	10PE	评级
工商银行	0.39	0.47	10.34	增持
建设银行	0.46	0.55	10.16	增持
交通银行	0.61	0.68	11.91	增持
招商银行	0.95	1.11	13.99	买入
浦发银行	1.51	1.47	14.83	增持
民生银行	0.51	0.60	12.42	买入
兴业银行	2.66	2.74	13.03	买入
深发展	1.62	1.70	13.55	增持
北京银行	0.94	1.26	13.13	买入
南京银行	0.86	0.93	18.34	增持

注: 股价为 10 年 3 月 19 日收盘价, 已公布再融资方案的均考虑

银行业相对沪深 300 指数表现



联系人: 马钦琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

负面因素（流动性收紧、再融资压力、平台贷款质量模糊不清）消减；正面因素（业绩确定增长、低估值、股指期货 4 月 16 日推出）登场

投资要点:

- **2010 年信贷增长符合预期、投放更为均衡。**管理层对 2010 年新增信贷的指导性目标为 7.5 万亿，可以容忍 5000 亿的向上空间，在央行管理通胀预期及对商业银行考核机制的引导下，2010 年银行信贷投放将大致遵循 3: 3: 2: 2 的均衡投放节奏，预计二季度新增约 2.3 万亿，占 7.5 万亿新增目标的 30%。
- **2 季度息差预计继续小幅回升。**受贷款结构继续改善、债券与同业收益率上行等因素的推动，预计上市银行 2010 年 1 季度息差较 4 季度回升 5 个基点左右，2 季度在议价能力提高的推动下将继续小幅回升。加息与否受制于中美在人民币汇率问题上的博弈，从造成通胀回升及预期加强既有资产泡沫的因素又有需求回升强烈的因素来看加息不大可能以非对称方式进行。
- **地方融资平台贷款短期风险可控。**2010 年银行仍继续支持在建续建项目，平台贷款短期风险可控；中长期风险暴露程度要看政府化解相关风险的措施、中国经济走势以及土地市场价格走势。
- **投资策略:** 2 季度随着银行股再融资压力的消化、上市银行对融资平台贷款质量细节的披露、良好的 1 季报（预计上市银行 1 季度业绩同比增长 26%）、股指期货 4 月 16 日的正式推出，银行股将因估值优势而获得市场青睐，我们预计 2 季度银行股跑赢大盘的概率较大，维持 2 季度银行股“强于大市”的投资评级。
- **选股思路:** 结合息差弹性与资本实力我们重点推荐招商银行、北京银行、兴业银行、浦发银行、民生银行。
- **风险提示:** 宏观经济二次探底，资产质量恶化超预期。

目 录

1. 符合预期的规模增长、更为均衡的投放节奏	3
2. 息差继续小幅回升	4
3. 地方融资平台贷款短期风险可控	6
4. 再融资压力基本消化	7
5. 预计上市银行 1 季度业绩增长 26%	8
6. 2010 年 2 季度银行业投资策略	9
7. 上市银行限售股解禁情况	11
8. 行业风险提示	11
9. 重点公司	11

图表目录

图 1: 月度新增人民币贷款情况	4
图 2: 人民币存贷款增长情况 (%)	4
图 3: 贷款规模增长不是决定银行盈利弹性的因素	4
图 4: 月度新增人民币贷款结构	5
图 5: 人民币贷款期限结构	5
图 6: 利率浮动情况 (%)	6
图 7: 一年期央票发行利率 (%)	6
图 8: 预计 2010 年 1 季度上市银行净利润增速为 26.45%	9
图 9: 各板块动态 PE 水平	10
图 10: 各板块静态 PB 水平	10
图 11: 银行股动态 PE 相对大盘	11
图 12: 银行股 PB 相对大盘	11
表 1: 上市银行资产质量风险可控、拨备充足	7
表 2: 上市银行融资方案	8
表 3: 上市银行净利润增速预测	8
表 4: 上市银行估值表	10
表 5: 上市银行限售股份解禁时间表及解禁比例	11

1. 符合预期的规模增长、更为均衡的投放节奏

两会期间政府工作报告中对2010年的信贷增长的表述是全年新增贷款7.5万亿,对应全年信贷增速为18.70%,这与市场之前预期的7-8万亿的新增规模相符,但为了管理通胀预期,今年管理层更强调信贷的均衡投放,要防止信贷增长的季度、月度间的大幅波动,各季度间信贷投放的指导性目标为3:3:3:2。

2010年年初以来,商业银行在09年底压抑的信贷额度在年初的集中的过快投放,很快引发了管理层严厉的调控措施,央行和银监会通过窗口指导、差额存款准备金率、2次上调法定存款准备金率、信贷投放日报制度等一系列的政策组合拳,成功将商业银行的信贷投放进度控制在了可接受的范围内。1-2月金融机构共计新增人民币贷款2.1万亿,占7.5万亿新增目标的28%,基本落在了调控进度目标内。

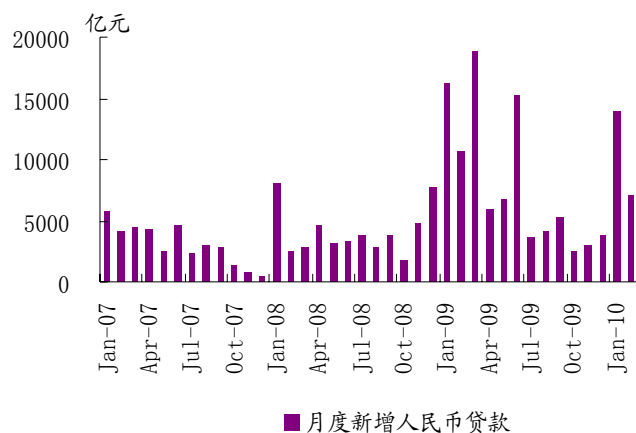
鉴于今年管理层调控信贷节奏的决心以及对商业银行考核机制的引导,我们认为全年新增信贷将实现平稳投放。

我们认为7.5万亿的新增信贷规模无大幅下调的空间,因为2010年仍需要信贷推动经济增长从而为结构转型赢得时间;同时视经济增长的情况,管理层最多可以容忍新增贷款有5000亿的向上空间,也即全年新增贷款可能会达到8万亿的水平。

但我们认为不管是7万亿、7.5万亿还是8万亿对银行业绩增长贡献的差异均不大,正如我们在09年年度策略中所论述的,历史经验表明规模并不是决定银行业绩弹性的因素,银行业绩的弹性也即可能的超预期来自经风险调整后的息差的走势,因此我们认为2010年信贷规模增长会是一个符合预期的变量。

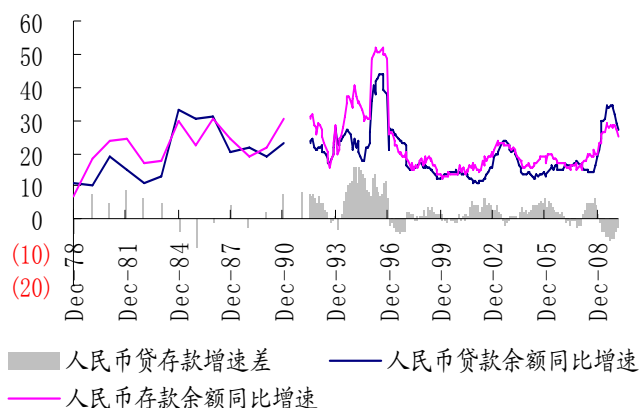
根据央行和银监会对信贷投放进度的季度指导目标,我们预计1季度共计新增贷款2.6万亿,占7.5万亿新增目标的35%,二季度新增约2.3万亿,占7.5万亿新增目标的30%。

图 1: 月度新增人民币贷款情况



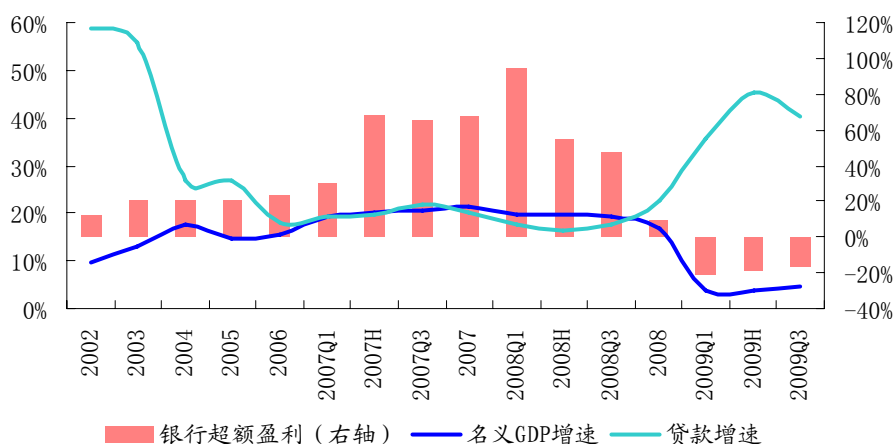
资料来源: WIND、中原证券研究所

图 2: 人民币存贷款增长情况 (%)



资料来源: WIND、中原证券研究所

图 3: 贷款规模增长不是决定银行盈利弹性的因素



资料来源: 公司数据、WIND、中原证券研究所

2. 息差继续小幅回升

受贷款结构继续改善、债券与同业收益率上行等因素的推动，我们预计上市银行 2010 年 1 季度息差较 4 季度回升 5 个基点左右，2 季度在议价能力提高的推动下将继续小幅回升。

结构改善与收益率上行推动 1 季度息差小幅上行。我们认为 2010 年 1 季度上市银行息差相较 09 年 4 季度的改善主要还是来自贷款结构的进一步改善，即票据资产的继续压缩和中长期贷款占比的继续上升，以及同业资产与债券收益率的上行。2010 年前 2 月票据资产的占比由 09 年底的 5.97% 下降至 4.82%，

而中长期贷款的占比则由09年底的55.65%上升至60.05%，一年期央票利率也上升了16.5个基点。

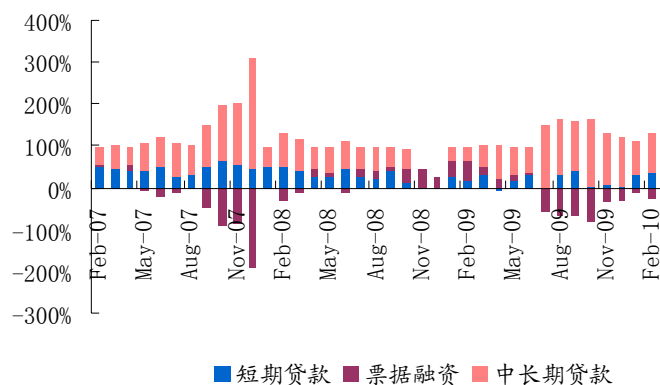
议价能力提高2季度将有较好表现。对于管理层严格控制贷款季度投放进度与规模导致的银行议价能力的提高对1季度息差的推动作用我们认为不会太明显。因为1季度新增的贷款大多是09年底储备好的项目，期限上也多为中长期贷款，前2月新增中长期贷款占比高达84%，表明银行贷款投放的对象依然以大客户、支持在建续建基础设施项目为主，而银行的议价能力更多的是体现在对中小企业客户的定价上面。预计2季度随着银行贷款投放更多的转向中小企业，银行议价能力将会有较多的提升。

我们不担心存款支出的相对较快增长对息差的侵蚀，存款支出的较快增长主要表现为银行为了更好的分享加息带来的收益、主动的拉长存款的久期，但我们认为由于目前企业与居民已经充分预期到即将到来的加息，会更倾向于存短期定期存款，因此银行的意愿并不能起主导作用。

当然对息差最大的推动力量还是来自于央行加息，但目前我们还难以确切判断加息的时间窗口，虽然从负利率的角度看加息的时机已经成熟，但目前加息与否还受制于中美在人民币汇率问题上的博弈。如果美国认可人民币汇率稳定或双方达成人民币小幅升值的妥协，我们倾向于央行在2季度加息1次，如果中美因人民币汇率问题而爆发较大规模的贸易摩擦，我们认为2季度加息将是小概率事件。

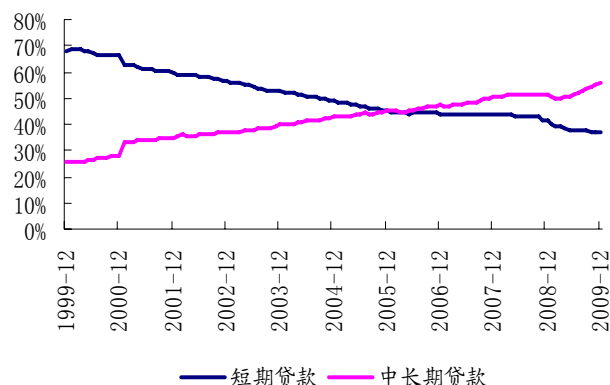
至于市场担心的加息以非对称的方式进行，我们认为可能性不大。因为从抑制通胀的角度来看，加存款利率主要针对的是调控股市楼市的资产泡沫，加贷款利率主要针对的是抑制总需求，而造成中国目前通胀回升及预期加强的因素既有资产泡沫的原因，更多的也来自需求回升强烈导致的大宗商品回升对PPI的快速传导；另外目前银行还面临着地方融资平台贷款的风险隐忧，管理层不会倾向于在这个时候让渡银行的利润空间。

图 4：月度新增人民币贷款结构



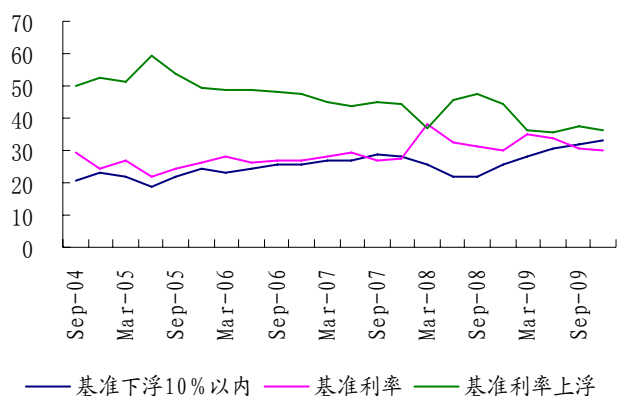
资料来源：WIND、中原证券研究所

图 5：人民币贷款期限结构



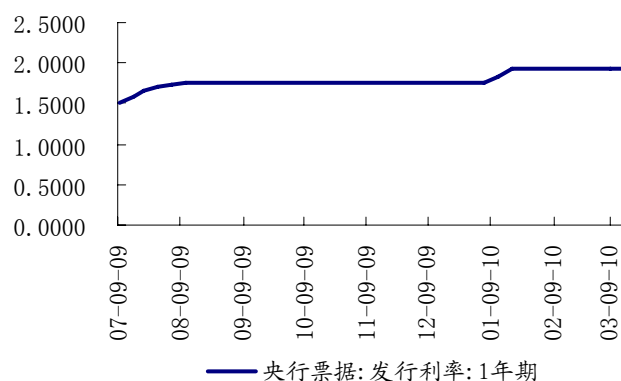
资料来源：WIND、中原证券研究所

图 6: 利率浮动情况 (%)



资料来源: WIND、中原证券研究所

图 7: 一年期央票发行利率 (%)



资料来源: WIND、中原证券研究所

3. 地方融资平台贷款短期风险可控

我们认为2010年上市银行资产质量整体风险可控,地方融资平台贷款短期内系统性风险不大,上市银行不良率及不良形成率将维持稳定。

目前市场对银行资产质量最大的担忧主要来自09年快速发展的地方融资平台贷款,据相关媒体披露,截至09年底,地方融资平台贷款余额已达6万亿,占金融机构贷款余额40万亿的15%,其中09年当年新增约3-5万亿,占当年新增贷款总额9.59万亿的30%-50%,与此同时目前全国各级政府投融资平台已达3800多家,其中约70%隶属于区县级政府。

我们认为地方融资平台及相关贷款的快速发展有其值得肯定的一面,因为它支持了09年中国经济的快速企稳回升与中国的城市化进程,但我们也承认地方融资平台的过快发展的确集聚了不少风险,表现为部分平台贷款无具体的对应项目,已有项目多为公益性项目因而自身现金流生成能力弱、还款最终只能依靠当地财政进而土地出让收入,地方政府的财政风险为银行业未来的资产质量埋下了隐患。

短期来看,我们认为地方融资平台贷款风险可控,因为2010年银行仍继续支持在建续建项目,09年部分城投公司预期未来信贷收紧而提前提款也将继续发挥现金流支持作用,平台公司短期现金流无忧;中长期来看,也就是平台贷款进入本金偿付期的2-3年后(2012年后),隐藏的风险可能逐步显现,但风险暴露的程度还要看政府化解相关风险的措施、中国经济的走势以及土地市场的价格走势。

从目前上市银行在年报中披露的地方融资平台贷款的情况来看,风险均在可控范围内。兴业银行披露融资平台贷款五级分类的情况是:99.38%的是正常类、0.62%的关注类,无不良贷款;工行披露平台贷款不良贷率为0.03%;

建行披露平台贷款的不良率为0.4%。

表 1: 上市银行资产质量风险可控、拨备充足

	不良率			不良余额			拨备覆盖率		
	2008	2009Q3	2009	2008	2009Q3	2009	2009H	2009Q3	2009
工行	2.29%	1.68%	1.54%	104482	93533	88467	138.20%	148.37%	164.41%
中行	2.65%	1.60%	1.52%	87490	75309	74718	138.96%	144.66%	151.17%
建行	2.21%	1.57%	1.50%	83882	73682	72156	150.51%	161.08%	175.77%
交行	1.92%	1.44%		25460	26012		123.00%	131.06%	
中信	1.36%	0.96%		9046	9515		150.05%	159.59%	
招行	1.11%	0.83%		9677	9733		241.39%	245.10%	
兴业	0.83%	0.61%	0.54%	4149	4240	3779	218.78%	228.44%	254.93%
浦发	1.21%	0.93%		8467	8403		216.03%	212.84%	
民生	1.20%	0.82%		7921	7284		169.93%	185.82%	
深发	0.68%	0.65%	0.68%	1928	2350	2444	133.07%	153.18%	161.84%
华夏	1.82%	1.55%	1.50%	6487	6613	6457	153.36%	-	166.84%
北京	1.55%	1.01%		2987	2711		200.41%	212.45%	
南京	1.64%	1.26%		659	804		164.68%	172.52%	
宁波	0.92%	0.76%	79.00%	452	605	645	160.41%	167.99%	170.06%

资料来源：公司数据、中原证券研究所

4. 再融资压力基本消化

再融资的压力一直是制约银行股表现的很重要的一个原因,不过从目前上市银行特别是大行公布的再融资方案看,都明显好于此前市场的预期。工行与中行均选择在A股分别发行可转债250亿与400亿,同时在H股增发的方式;交行采取的是A+H股配股融资420亿,最终A股分担222亿;建行表示年底将启动A+H融资,具体融资金额还未确定,预计会在市场预期之内。

大行再融资方案的相继出炉明确了市场对银行股扩容的预期,银行股再融资的压力基本消化,再融资对业绩的摊薄已基本反映在股价中。

表 2: 上市银行融资方案

工行	A 股发行不超过 250 亿可转债, H 股增发不超过 H 股本的 20%
中行	A 股发行不超过 400 亿可转债, H 股增发不超过 H 股本的 20%
交行	A+H 配股融资 420 亿, 其中 A 股融资 222 亿, H 股融资 198 亿
兴业	配股融资 180 亿, 每 10 股配不超过 2.5 股
浦发	向中国移动广州分公司定向增发 400 亿
深发	定中国平安定向增发 106 亿
南京	配股融资, 每 10 股配不超过 2.5 股
宁波	向大股东定向增发 50 亿
招行	配股融资 220 亿, 已完成
民生	H 股融资 312 亿港币, 已完成

资料来源: 公司数据、中原证券研究所

5. 预计上市银行1季度业绩增长26%

我们预计上市银行2010年1季度净利润增速为26.45%, 2010年全年净利润增速为22.76%, 其中招行、中信、华夏1季度高增速的确定性较高。

表 3: 上市银行净利润增速预测

	2008	2009Q1	2009H	2009Q3	2009E	2010Q1	2010E
工行	36.32%	6.16%	2.67%	7.90%	16.37%	17.51%	20.56%
建行	34.10%	-18.25%	-4.86%	2.25%	15.32%	25.78%	21.32%
中行	13.00%	-14.40%	-2.85%	5.32%	27.94%	28.23%	22.78%
交行	38.56%	0.80%	0.27%	0.86%	4.86%	30.86%	27.78%
招行	38.27%	-33.41%	-37.62%	-31.16%	-13.44%	40.51%	32.81%
中信	60.68%	-22.94%	-16.28%	-8.48%	11.36%	52.82%	26.32%
民生	24.46%	1.63%	22.05%	17.75%	42.46%	41.23%	18.84%
浦发	127.61%	5.29%	6.38%	4.54%	6.24%	31.00%	22.14%
兴业	32.60%	-4.75%	-4.90%	1.54%	16.66%	38.82%	20.56%
华夏	46.15%	-14.54%	-13.61%	-14.93%	22.45%	75.47%	18.84%
深发展	-76.83%	11.74%	7.82%	9.66%	719.29%	24.27%	24.90%
北京	61.79%	-5.81%	0.71%	0.07%	8.22%	24.89%	33.80%
南京	60.10%	0.68%	1.58%	0.93%	8.46%	27.29%	31.91%
宁波	40.02%	4.82%	-3.22%	-2.08%	9.43%	33.45%	29.22%
行业	32.90%	-8.47%	-3.16%	2.31%	16.02%	26.45%	22.76%

资料来源: 公司数据、中原证券研究所

图 8: 预计 2010 年 1 季度上市银行净利润增速为 26.45%



资料来源: 公司数据、中原证券研究所

6. 2010年2季度银行业投资策略

年初以来银行股基本同步大盘,主要是受到一些负面因素的影响,致使银行股2010年业绩增长明确与低估值的优势没有显现。

- 上市银行再融资预期不明朗。
- 央行年初早于市场预期的收紧流动性并2次上调存款准备金率,虽对银行业绩影响轻微,但毕竟是偏负面的因素。
- 09年快速投放的地方融资平台贷款质量“说不清”,市场倾向于夸大融资平台贷款未来的隐患。

2季度随着银行股再融资压力的消化、上市银行对融资平台贷款质量细节的披露、良好的1季报、股指期货4月16日的正式推出,银行股将因估值优势而获得市场青睐,我们预计2季度银行股跑赢大盘的概率较大,维持2季度银行股“强于大盘”的投资评级。

- 随着大行相继公布再融资方案,银行股再融资的压力基本消化,再融资对业绩的摊薄已反映在估值中。
- 预计上市银行2010年净利润增速为26.45%,季报行情可期。
- 以3月19日收盘价计算,考虑再融资摊薄后,目前银行股2010年PE为13.78倍, PB为2.21倍,估值优势明显。
- 3月26日证监会批复同意中金所上市沪深300股票指数期货合约,首批4个沪深300股票指数期货合约将于4月16日上市交易,银行股作为沪深300指数第一权重股,配置价值将提升板块估值。

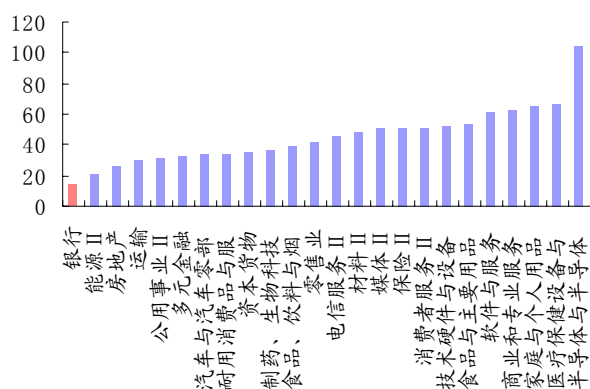
个股选择上,结合息差弹性与资本实力我们重点推荐招商银行、北京银行、兴业银行、浦发银行、民生银行。

表 4: 上市银行估值表

	EPS				PE				BVPS		PB	P	评级
	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	10E	10E	2010.3.19		
工行	0.33	0.39	0.47	0.54	14.73	12.46	10.34	9.00	2.27	2.14	4.86	增持	
建行	0.40	0.46	0.55	0.65	13.98	12.15	10.16	8.60	2.56	2.18	5.59	增持	
中行	0.25	0.33	0.38	0.45	16.60	12.58	10.92	9.22	2.33	1.78	4.15	观望	
交行	0.58	0.61	0.68	0.81	13.97	13.28	11.91	10.00	4.21	1.92	8.1	增持	
招行	1.42	0.95	1.11	1.35	10.94	16.35	13.99	11.50	6.39	2.43	15.53	买入	
中信	0.34	0.38	0.48	0.57	20.94	18.74	14.83	12.49	3.09	2.30	7.12	增持	
民生	0.42	0.51	0.60	0.73	17.74	14.61	12.42	10.21	4.65	1.60	7.45	买入	
浦发	2.21	1.51	1.47	1.83	9.86	14.44	14.83	11.91	11.66	1.87	21.8	增持	
兴业	2.28	2.66	2.74	3.35	15.65	13.42	13.03	10.65	15.81	2.26	35.69	买入	
华夏	0.62	0.75	1.02	1.24	19.03	15.73	11.57	9.52	6.78	1.74	11.8	增持	
深发	0.20	1.62	1.70	2.05	115.20	14.22	13.55	11.24	9.73	2.37	23.04	增持	
北京	0.87	0.94	1.26	1.58	19.01	17.60	13.13	10.47	7.22	2.29	16.54	买入	
南京	0.79	0.86	0.93	1.16	21.59	19.84	18.34	14.71	7.98	2.14	17.06	增持	
宁波	0.53	0.58	0.65	0.83	29.81	27.24	24.31	19.04	5.04	3.13	15.8	增持	

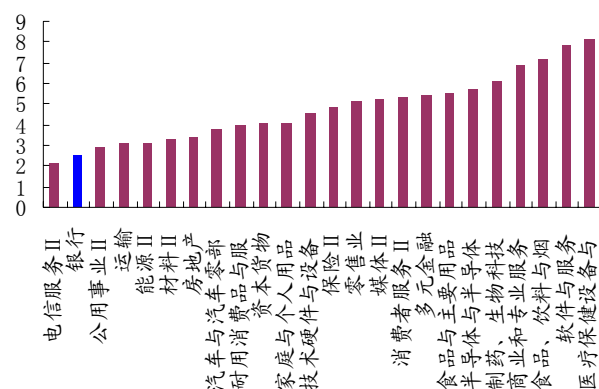
资料来源：公司数据、中原证券研究所
凡公布再融资方案的均考虑

图 9: 各板块 PE 水平 (TTM)



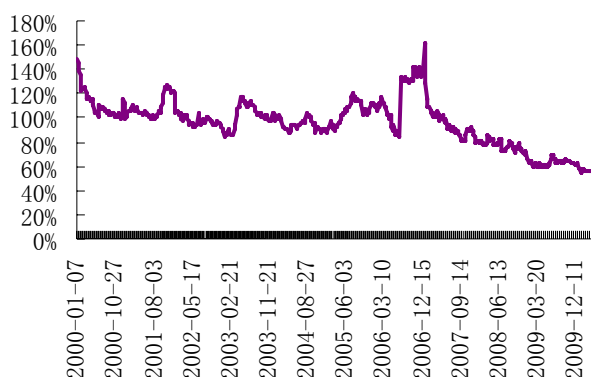
资料来源：WIND、中原证券研究所

图 10: 各板块静态 PB 水平



资料来源：WIND、中原证券研究所

图 11: 银行股动态 PE 相对大盘



资料来源: WIND、中原证券研究所

图 12: 银行股 PB 相对大盘



资料来源: WIND、中原证券研究所

7. 上市银行限售股解禁情况

表 5: 上市银行限售股份解禁时间表及解禁比例

单位: 百万股、%

	解禁日期	解禁数量	占已流通数量比例	占总股本比例	上市股份类型
兴业	2010-2-5	1,020	25.63	20.4	首发原股东限售股份
中信	2010-4-28	24,330	1,056.92	62.33	首发原股东限售股份
交行	2010-5-17	9,975	62.52	20.36	首发原股东限售股份
深发	2010-6-21	181	6.2	5.84	股权分置限售股份
宁波	2010-7-19	1,415	134.3	56.6	首发原股东限售股份
南京	2010-7-19	676	58.18	36.78	首发原股东限售股份
北京	2010-9-20	2,272	57.44	36.48	首发原股东限售股份
浦发	2010-9-29	904	11.41	10.24	定向增发机构配售股份

资料来源: 公司公告

8. 行业风险提示

- (1)、宏观经济二次探底。
- (2)、地方融资平台贷款质量超预期恶化。

9. 重点公司

招商银行 (600036): 再显英雄本色

买入 (维持)

市场数据 (2010 年 3 月 26 日)

收盘价 (元)	15.74
一年内最高/最低 (元)	23.48/10.68
沪深300 指数	3275.00
市净率 (倍)	2.52
流通市值 (亿元)	2780.65

基础数据 (2009 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	4.58
净息差 (%)	2.21
净资产收益率 (%)	14.92
资本充足率 (%)	10.54
总股本/流通股 (万股)	2112673/1766613
B 股/日股 (万股)	/346060

个股相对上证综指表现



报告关键要素:

资本实力提升保证后续扩张, 息差弹性大

投资要点:

- **配股融资顺利完成。**公司 A+H 配股融资计划于 3 月中旬顺利完成, 最终 A 股募得资金 177 亿, 融资完成后公司的核心资本充足率由 6.5% 上升至 8.5%, 充足的资本将支撑公司未来 2-3 年的业务扩张。
- **2010 年 1 季度息差回升超预期。**得益于高的票据资产占比与存款活期化, 公司 1 季度息差回升超预期, 预计回升幅度在 15 个基点左右; 未来公司较高的活期存款占比、良好的负债能力将使得公司拥有加息周期下较高的息差弹性。
- **对地方融资平台贷款相对谨慎, 拨备有反哺利润潜力。**3 季度末公司的不良率为 0.83%, 环比下降 0.03 个百分点, 不良余额为 97.33 亿, 环比下降 1.91 亿, 09 年公司对地方融资平台态度相对谨慎, 令公司平台贷压力好于同业; 同时公司的拨备覆盖率达到 245.10% 的行业较高水平, 这令公司 2010 年有反哺利润的潜力。
- **维持“买入”评级。**预计公司 2010 和 2011 年每股收益分别为 1.11 元、1.31 元, 对应配股后摊薄市盈率分别为 14.18 倍和 12.02 倍, 维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 宏观经济二次探底, 地方融资平台贷款恶化超预期。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	55308	52059	66012	79016
增长比率 (%)	35.04	-5.87	26.80	19.70
净利润 (百万元)	20946	18131	24079	28375
增长比率 (%)	38.27	-13.44	32.81	17.84
每股收益 (元)	1.42	0.95	1.11	1.31
市盈率 (倍)	11.08	16.74	14.18	12.02

浦发银行 (600000): 资本瓶颈障碍清除、新业务想象空间巨大

增持 (维持)

报告关键要素:

资本瓶颈障碍清除、新业务想象空间巨大

投资要点:

- **向中移动定向增发 398 亿解决公司业务发展资本瓶颈。**3 季度末公司核心资本充足率为 6.76%，低于监管当局 7% 的底线，向中移动定向增发 398 亿，将大幅提升公司核心资本充足率 4 个百分点，满足公司未来 5 年的业务发展。
- **与中移动战略合作业务空间巨大。**中移动入股公司，短期给公司带来的不仅是巨额的资本金，从中长期来看，双方在移动支付、移动电子商务、移动信用卡等移动金融方面的合作将给公司带来可观的新增客户、新增低成本的存款、新增中间业务收入，有助于公司实现从对公银行转变为零售银行，公司战略转型的想象空间巨大。
- **资产质量良好、拨备充足。**截止 09 年 3 季度末，公司的不良贷款率为 0.93%，不良贷款余额为 84.03 亿，资产质量稳定，同时公司的拨备覆盖率达到 212.84% 的较高水平，2010 年公司信贷成本上升的压力不大。
- **维持“增持”评级。**考虑定向增发对股本的摊薄后，预计公司 2010、2011 年每股收益为 1.47 元、1.83 元，对应的 PE 为 15.12 倍、12.16 倍，暂维持公司“增持”的评级。
- **风险提示：**宏观经济二次探底，地方融资平台贷款恶化超预期。

市场数据 (2010 年 03 月 26 日)

收盘价 (元)	22.26
一年内最高/最低 (元)	30.59/17.84
沪深 300 指数	3275.00
市净率 (倍)	1.91
流通市值 (亿元)	1764.30

基础数据 (2009 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	7.37
净息差 (%)	2.25
净资产收益率 (%)	15.82
资本充足率 (%)	10.16
总股本/流通股 (万股)	883004/792589
B 股/日股 (万股)	/

个股相对上证综指表现



	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	34561	36648	44436	55149
增长比率 (%)	33.56	6.04	21.25	24.11
净利润 (百万元)	12516	13297	16241	20229
增长比率 (%)	127.61	6.24	22.14	24.56
每股收益 (元)	2.21	1.51	1.47	1.83
市盈率 (倍)	10.07	14.78	15.12	12.16

兴业银行 (601166): 息差弹性较高、资产质量稳定

买入 (维持)

市场数据 (2010 年 3 月 26 日)

收盘价 (元)	34.90
一年内最高/最低 (元)	43.48/27.87
沪深300 指数	3275.00
市净率 (倍)	2.21
流通市值 (亿元)	1745.00

基础数据 (2009 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	11.92
净息差 (%)	2.34
净资产收益率 (%)	24.54
资本充足率 (%)	10.75
总股本/流通股 (万股)	500000/500000
B 股/日股 (万股)	/

个股相对上证综指表现



报告关键要素:

2010 年息差继续回升, 融资平台贷款风险可控

投资要点:

- **2010 年息差继续回升。**09 年公司净利差为 2.24%，下降 52 个 BP，净息差为 2.32%，下降 58 个 BP，分季度来看，息差逐季回升，分别为 2.39%、2.14%、2.34%、2.47%。进入 1 季度以来，公司议价能力明显提升，同时公司资金业务收益率弹性较高，2010 公司的息差将继续回升。
- **资产质量保持良好。**09 年公司不良同比环比均双降，加回核销也是双降，期末不良余额为 37.79 亿，不良比例为 0.54%。公司发放的融资平台贷款集中在经济发达的北京、上海、天津、广东、江苏、浙江等地区，80%以上的融资平台贷款有充足的土地抵押、90%的融资平台贷款有具体的对应项目，融资平台贷款五级分类的情况是：99.38%的是正常类、0.62%的关注类，无不良贷款。
- **配股预计 2 季度完成，夯实业务发展基础。**从正式通过配股议案，公司 2 个月内获得了银监会批复与证监会的受理，春节前已收到了证监会的反馈清单，预计 2 季度公司完成配股，夯实未来业务发展基础。
- **维持“增持”评级。**考虑配股融资后，预计公司 2010、2011 年每股收益为 2.74 元、3.35 元，对应的 PE 为 12.75 倍、10.42 倍，维持公司“买入”的评级。
- **风险提示：**宏观经济二次探底，资产质量恶化超预期。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (万元)	29716	31679	41322	50867
增长比率 (%)	35.05	6.61	30.44	23.10
净利润 (万元)	11385	13282	16013	19585
增长比率 (%)	32.60	16.66	20.56	22.31
每股收益 (元)	2.28	2.66	2.74	3.35
市盈率 (倍)	15.31	13.14	12.75	10.42

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。