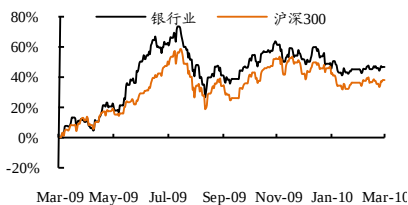


银行

维持评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
银行业	1.1%	-2.9%	46.8%
沪深 300	1.3%	-3.0%	38.4%

重点公司	6m%	YTD %	评级
浦发银行	14.4%	0.51%	买入
民生银行	14.6%	-5.82%	买入
招商银行	4.9%	-9.23%	买入
宁波银行	28.7%	-9.66%	买入
深发展 A	16.8%	-5.46%	买入

相关报告

《盈利增长趋势确定，因势利导择机持有》
——银行业 2010 年年度投资策略

《银行业长期投资机会乍现》
——银行业 2009 年四季度投资策略

联系人

桑俊 黄秋菡
 0755-83707385 0755-83704681
 sangji@ghzq.com.cn huangqh@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师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。

■ **创新业务行将推出，抢筹行情将是一厢情愿。** 股指期货：通过结合利率环境和经济背景分析，我们认为，利率走势和经济背景是银行股走势更有说服力的指标，股指期货的影响或许只是一种巧合。融资融券：由于 14 只银行股全部是融资融券的标的证券，因此融资融券会给银行股带来新增资金，但是通过对资金量供应的分析，我们认为融资融券带来的实际影响比较小，难以支撑板块大幅上涨所需的资金。

■ **1 季度银行股盈利将有所回升，但是贷款增速可能出现分化，而净息差回升有可能低于预期。** 尽管当前信贷需求旺盛，但是由于监管机构的窗口指导严格，我们预计绝大部分银行信贷增量相对于去年同期将显著放缓，考虑到资本金压力等因素，我们估计民生、浦发、北京、南京、宁波将保持贷款的快速增长。另外，由于基建投资相关贷款的后续投放以及个人中长期贷款的短期利率刚性，加上货币市场利率的短期下行，我们判断银行的净息差反弹可能会弱于市场的预期。

■ **政策紧缩二季度仍将延续，加息将成为业绩推手。** 考虑到当前经济环境类似于 2004 年 2 月到 2006 年 2 月的历史环境，加上 4 月份存在的信贷高涨压力和二季度负利率时代再度来临，我们判断二季度加息的可能性加大，招商、宁波和中信有望受益于加息周期的来临。

■ **维持银行业“强于大市”的投资评级。** 短期来看，随着银行 2009 年年报和 2010 年 1 季度报告的陆续披露，我们认为银行的 1 季度表现会出现分化，部分保持贷款稳定增长以及净息差反弹较快的银行有望受益，我们建议重点关注浦发和民生。另外，我们认为二季度银行也的主要推手来源于愈演愈烈的加息预期，我们重点推荐招商和宁波。另外，提示深发展与平安合作带来的交易性机会。

2009 年商业银行信贷规模非常规的高速扩张，给商业银行的日后经营带来较多的不利影响。这一层面可以从市场对银行业基本面担忧的变化所看出，去年下半年市场主要担忧商业银行高速扩张之后的再融资压力，资本金的加速消耗与监管目标的提升制约银行的市场表现；今年 1 月中旬，存款准备金率提升加剧了市场对于“政策退出”的预期，宏观紧缩可能带来经济增长趋势的不确定；2 月份开始，去年“大干快上”的地方融资平台的资产质量再度使得银行股成为市场焦点。但是随着宏观经济的稳定增长，市场对于银行股的忧虑有所消除。

展望 2010 年二季度，我们认为影响银行股的主要因素包括：股指期货和融资融券等创新业务陆续推出、银行 1 季报的陆续披露、加息周期来临的可能性加大。

创新业务。作为沪深 300 中权重最大的行业，似乎银行显然会受益于股指期货和融资融券的推出。但是从我们的分析来看，我们认为创新业务推出并不会是银行表现可能超越指数的主要因素。银行业上市公司走势主要受基本面影响，与股指期货关联度不大。而目前融资融券的规模有限，对于银行股庞大的流动市值杠杆效应不明显。

季报披露。由于对新增信贷的严格监管，我们认为上市银行信贷增长保持稳定，但是由于资本金等因素，增速会出现分化；另外，净息差回升的幅度已经成为市场关注的焦点，贷款需求持续旺盛与信贷规模的窗口指导导致银行贷款收益率上行，但是同时计息负债成本也有所增长，但是总的来说，我们认为净息差回升存在低于预期的可能。

加息预期。尽管当前的信贷严控使得货币供应量的增速开始显著放缓，但是通胀预期和通胀压力仍然是监管层关注的重点。我们判断由于 4 月份贷款可能的再度高涨、CPI 上行压力以及未来可能的负利率时代，二季度央行加息的可能性较大，我们此前在年度策略分析中就认为，招商、宁波和中信会是显著受益于加息的上市公司。

创新业务行将推出，抢筹行情将是一厢情愿

一、股指期货的推出并不是银行股超越指数的催化剂

市场上许多研究报告通过对海外市场的归纳分析，得到股指期货推出之前，标的指数上涨，推出后指数下跌的现象，并推导我国将复制国际经验，在股指期货推出前后，沪深 300 指数出现前涨后跌的走势，并表明在“抢筹行情”预期下，领涨指数的将是银行等权重股。

我们认为，简单的指数涨跌分析，无法证明所谓的“抢筹行情”，对于股指期货能否带来银行股的领涨，我们持高度审慎态度：银行股将不会出现交易性机会，但基本面的改善有助于银行业绩上升，并带来业绩驱动型上涨行情。

1、海外市场确实存在“前涨后跌”现象

以美国、香港、日本、韩国、台湾等海外市场为例，股指期货推出前后确实出现了前涨后跌的现象，特别是推出前 1 个月，各大指数均为正收益，推出后一个月内，指数又都有不同程度下跌。

对于这种现象，“股指期货推出前做多指数在现货市场获利，推出后做空股市在期货市场获利”的投资逻辑是有一定的说服力。但是，一方面影响指数变化的因素众多，股指期货现象是必然还是偶然，很难做出合理解释；另一方面股指期货推出前，这些市场已经有了融资融券等现货市场做空机制，投资者没有必要非要通过期货市场来实现双重获利。

表 1 主要指数在股指期货前后均出现前涨后跌的现象

名称	推出时间	PE	推出前累计收益率			推出后累计收益率			推出阶段
			3个月	2个月	1个月	1个月	2个月	3个月	
美国标普500指数	1982.4.21	7.5	-0.30%	2.00%	4.40%	-1.00%	-7.00%	-3.60%	熊市途中
香港恒生指数	1986.5.6	14.5	7.00%	10.00%	12.00%	-5.90%	-5.50%	1.70%	牛市途中
日经225指数	1986.9.6	55.9	11.64%	6.69%	8.19%	-7.14%	-10.74%	-0.73%	牛市途中
韩国KOSPI200指数	1996.5.3	17.9	9.00%	12.00%	8.70%	-7.00%	-13.00%	-15.00%	熊市途中
台湾加权股指数	1998.7.21	28.9	-4.70%	-3.80%	3.00%	-8.50%	-10.00%	-14.00%	熊市途中

资料来源：国海证券研究所

2、银行股没有实现超越指数

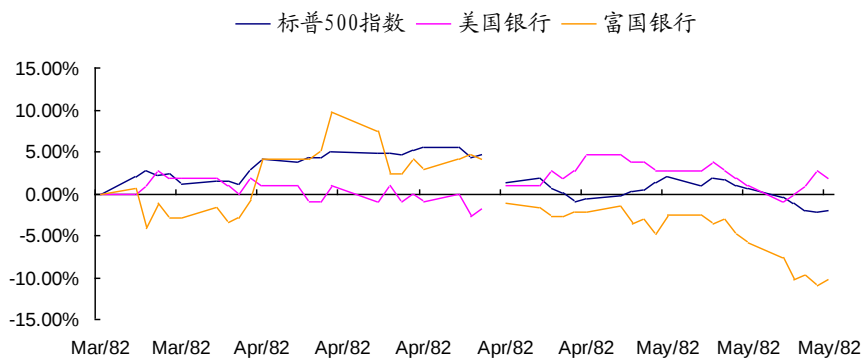
即便股指期货的推出是促成指数前涨后跌的主要原因，但其中银行股是否在指数上涨过程中被“加倍抢筹”从而超越指数，则不能靠简单对比大盘指数与银行指数得到的结论。通过结合利率环境和经济背景分析，我们认为，利率走势和经济背景是银行股走势更有说服力的指标，股指期货的影响或许只是一种巧合。

美国经验

在 82 年美国推出标普 500 指数期货的时候，主要两只银行股为美国银行和富国银行，在推出前一个月，美国银行下跌 1.81%，富国银行上涨 4.04%，均落后指数的涨幅；股指期货推出后 1 个月内，指数下跌 1.96%，富国银行下跌 10.32%，但美国银行却逆势上涨 1.84%。

美国的数据表明，在股指期货推出前，银行股不但没有领涨，反而落后指数，股指期货推出后，两只银行股涨跌互见，更是无法说明银行股会出现领跌大盘的局面。

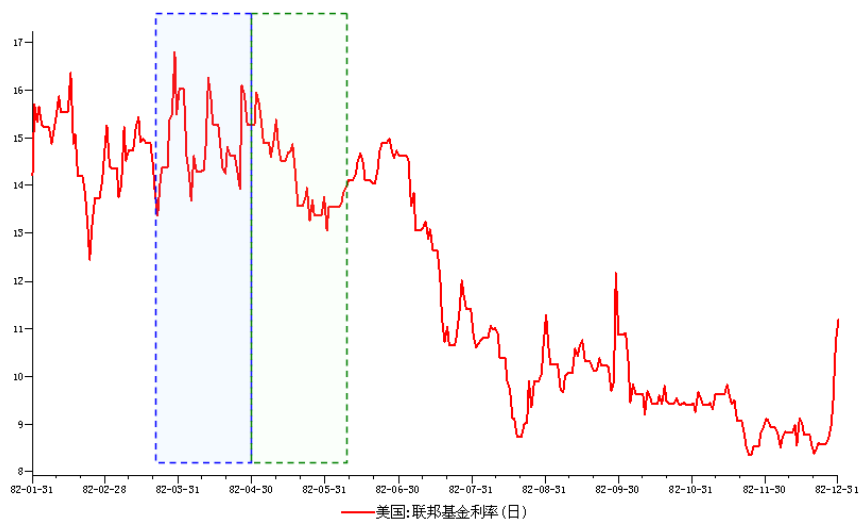
图 1 美国标普 500 指数在股指期货推出前后一个月与银行股走势对比



资料来源：国海证券研究所

如果以利率走势为参考，股指期货推出前美国联邦基金利率大致是震荡上行，推出后利率明显下降，富国银行的走势很好的吻合了这一趋势。进一步分析，82 年正是以墨西哥债务危机引发的美国银行对外贷款质量危机，美国银行的股价很大程度上反映了债务危机带来的坏账危机。

图 2 股指期货前后美国银行股走势与利率走势相关性更强



资料来源：国海证券研究所

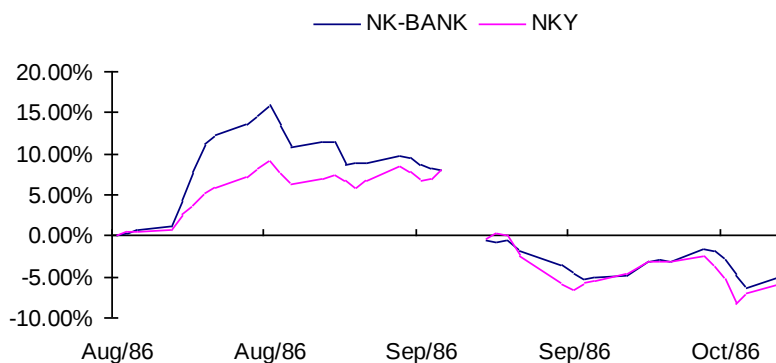
日本经验

日经 225 指数期货上市时间是 1986 年 9 月 6 日。推出前一个月，日经银行股指数曾一度明显超越日经 225 指数，但到了股指期货上市时点，两者涨幅几乎持平。推出后一个月，银行股指数略逊于大盘指数，

但同样仅保持微小的差距。

日本股市的情况稍微好于美国，可以证明银行股与大盘指数保持同向运动，但不存在领涨领跌现象，从而也无法说明存在“抢筹行情”。

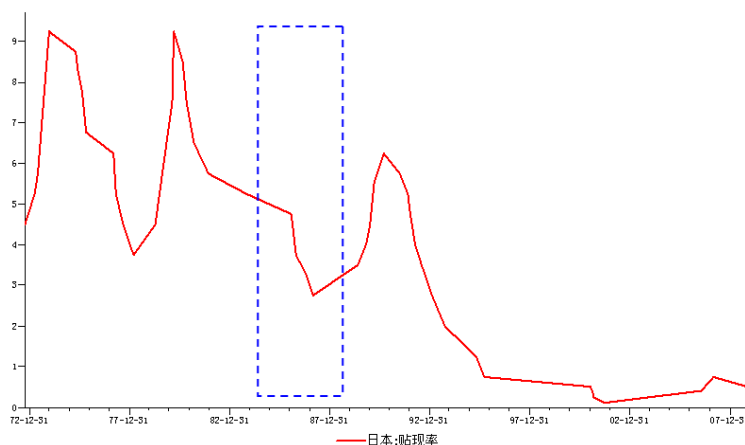
图3 日本日经225指数在股指期货推出前后一个月内与银行股走势对比



资料来源：国海证券研究所

从日本利率看，86年正处于广场协议签订后的日元升值周期，为了防止出口经济衰退而采取的降息措施给股市、房市带来了巨大泡沫，出于对降息和贷款质量的担忧，银行股在这一周期明显落后指数，基本没有受股指期货的事件性驱动。

图4 股指期货前后日本正处于明确的降息周期



资料来源：国海证券研究所

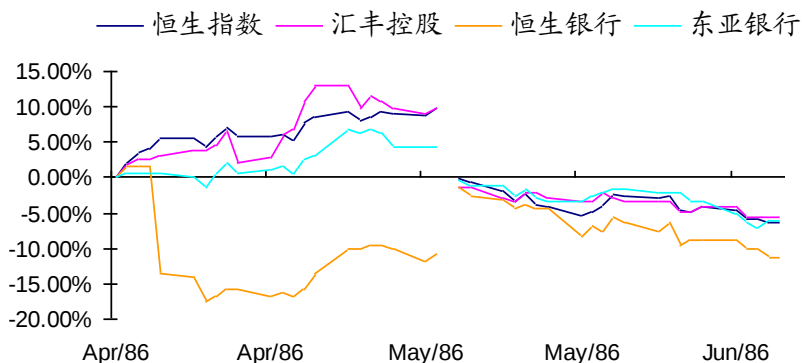
香港经验

香港在86年8月推出恒生指数股指期货，推出前一个月除了汇丰控股略微领先恒生指数外，恒生、东亚等银行均明显落后指数，不存在领涨的情况；推出之后一个月，除恒生银行外，汇丰和东亚与恒生指数基本同步。

与美国、日本的情况类似，香港的历史数据同样无法证明银行股能领涨或领跌指数，股指期货带来的银行股超额收益并不存在。

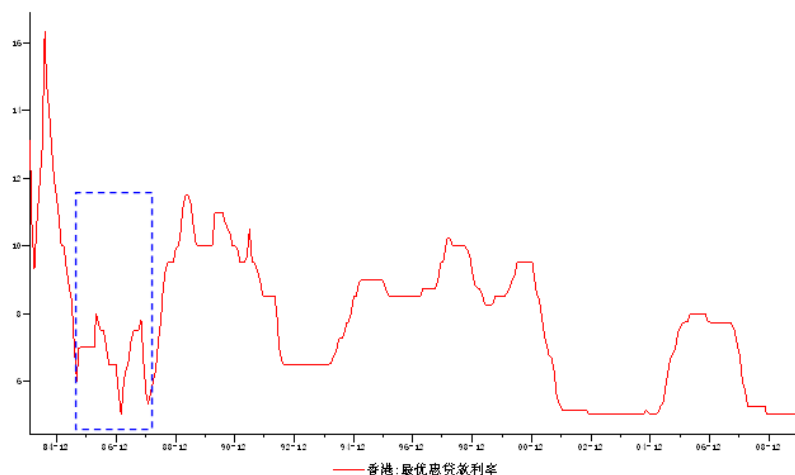
换一个角度考虑，香港同期的利率正处于由高到低的下跌过程中，银行板块整体走势不理想便是在情理之中。

图 5 香港恒生指数在股指期货推出前后一个月与银行股走势对比



资料来源：国海证券研究所

图 6 香港最优惠贷款利率



资料来源：国海证券研究所

二、融资融券带来的资金增量难以支撑银行板块整体上涨行情

除了股指期货外，即将推出的融资融券业务也会增加市场对权重股的关注，根据上交所和深交所公布的融资融券标的证券来看，14 只银行股全部是融资融券的标的证券，这将为银行股带来两方面的新增资金：1、证券公司需要提前买入权重股以备融券之用；2、准备进行融资交易的投资者，需要买入权重股以用作融资业务的保证金抵押品。

综合两方面资金量的供应，我们认为融资融券带来的实际影响比较小，难以支撑板块大幅上涨所需的资金。

1、券商资金参与银行股不超过 200 亿

不过，由于融资融券初期试点券商将在 11 家参加全网测试的券商中出现，根据测算，首批可能参与银行股的券商资金规模不会超过 200 亿，A 股银行流通市值超过 3 万亿，增量资金占比不足 0.7%，难以驱动银行板块的系统行情。

表 2 首批试点券商可参与银行股的资金量不超过 200 亿

人民币亿元	2009E	可投资银行股的券商资金		备注
中信证券	358.43	首批试点券商资本金比重	70.00%	首批试点券商不超过 7 家，数量占比 64%
海通证券	360.31			
招商证券	141.29	试点券商资本金合计	1248.72	
光大证券	150.30			
国信证券	89.30	50%用于融资融券	624.36	考虑到试点初期的审慎，参与比例不会特别高
国泰君安证券	152.32			
银河证券	81.72	30%用于银行股	187.31	银行股 14 只，占全部 90 只标的股的 15%，考虑银行股的市值较大，30% 资金用于银行股也比较合理
申银万国	92.27			
东方证券	63.35			
华泰证券	206.12			
广发证券	88.49			
合计	1783.89			

资料来源：国海证券研究所

2、普通投资者提前抢筹银行股的可能性很低

除了券商因融券需要买入银行股外，市场普通投资者买入银行股以备抵押融资的需求则难以测算具体数值。从融资买入的方式分析，普通投资者存在两种途径：

一是买入股票后再抵押股票，然后杠杆买入股票；

二是直接用资金做抵押融资买入股票。

相比之下，第一种方式在股票上涨后归还资金，可以获取买空股票价差和抵押品股票升值两部分收益，当然，亏损的时候第一种方式也要遭受双重损失。

鉴于风险和收益考虑，在融资融券推出前夕，普通投资者要追求高收益，通过已有股票或者账户资金就能够实现杠杆收益，除非是追求特别高收益的投资者，会出现加大抢筹局面，但总体上看，普通投资者提前加仓银行股的可能性并不高。

1 季度银行股盈利推手：量稳？价升？

目前，市场对于银行 2010 年盈利增长的预期约为 24%，略高于我们的盈利预期。我们上一部分分析认为股指期货和融资融券等创新业务开展对银行股的大趋势影响较小，短期银行股的上涨动力可能来源于一季度盈利的同比增长，但是我们预计上市银行的增长会出现分化，主要体现在贷款增速和净息差回升幅度上。

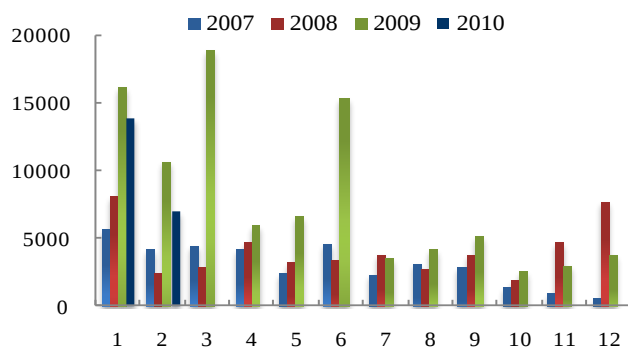
1. 量稳？——信贷投放的差异化增长

2010 年银行业前两个月信贷增量为 2.1 万亿，按照此前市场所预计的 2010 年新增信贷 7.5 万亿的监管目标，以及监管机构均衡投放的要求，我们认为 1 季度全年信贷占比超过 40% 的可能性较低。考虑到此前央行领导人表示信贷额度控制对于抑制通胀预期效果显著，因此我们判断严格监管的趋势仍将延续。上市银行贷款的整体高速并超预期的增长有望难以实现。

从公布的前两个月的货币信贷数据来看，去年基建投资相关信贷的后续需求以及当前经济稳定回升带来了旺盛的贷款需求，因此商业银行大幅压缩票据贴现规模，使得除贴现以外的实际贷款规模保持较快增长，其中中长期贷款占比持续提高。

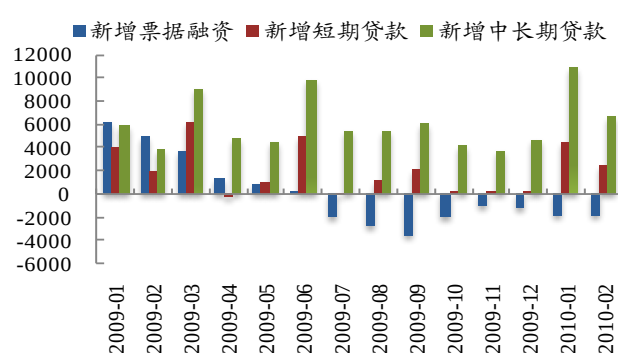
按照 1 月份各主要银行的信贷投放数据来看，绝大部分银行信贷增量相对于去年同期显著放缓，尤其是国有银行和股份制银行在新增贷款中的占比明显低于去年的水平。通过对比分析和测算，我们认为股份制银行中信贷仍然维持较快增长的包括民生、浦发，另外以城商行为代表的小型金融机构新增信贷占比有所提升，我们预计北京、南京、宁波也将保持快速的规模增长。

图 7 新增贷款规模 (2007-2010)



资料来源：Wind、国海证券研究所

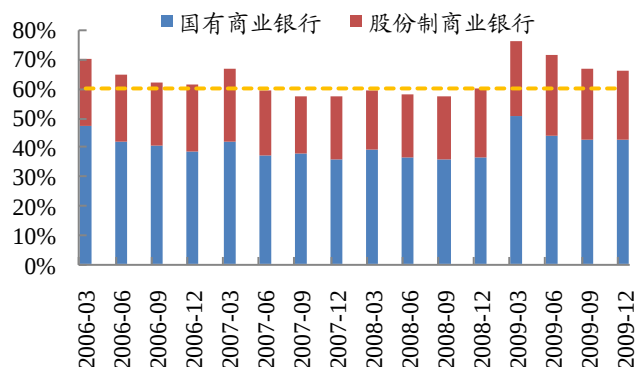
图 8 新增贷款结构



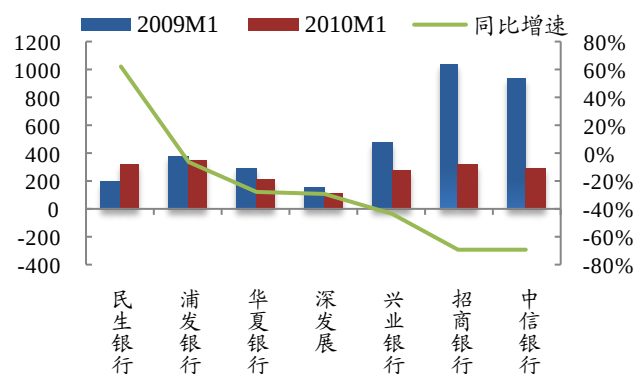
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9 2010 年小型金融机构占比将回升

图 10 主要商业银行 09 年和 10 年 1 月份新增贷款



资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: 中国票据网、国海证券研究所

表3 上市银行新增贷款预测与实际增量

	2010Q1E	2010M1	假设1	假设2	假设1预测差额	假设2预测差额
	a	b	c=b/(1.39/(7.5*0.3))	d=b/(1.39/(7.5*0.4))	e=c-a	f=d-a
工商银行	2862.36	1100.00	1695.18	2356.97	-1167.18	-505.39
建设银行	2407.56	1020.00	1571.89	2185.56	-835.67	-222.00
中国银行	2845.30	1500.00	2311.60	3214.06	-533.70	368.76
交通银行	1336.54	-	-	-	-	-
招商银行	980.25	326.82	503.65	700.28	-476.60	-279.97
中信银行	1017.87	360.02	554.82	771.42	-463.05	-246.45
浦发银行	395.96	289.23	445.72	619.73	-49.76	223.77
兴业银行	607.22	275.49	424.55	590.29	-182.67	-16.93
民生银行	780.85	326.22	502.73	698.99	-278.12	-81.86
华夏银行	357.02	210.52	324.43	451.08	-32.59	94.06
深发展	287.08	108.83	167.71	233.19	-119.37	-53.89

资料来源: 国海证券研究所

2. 价升? ——净息差稳步扩张, 但难以超出预期

(1) 贷款利率将稳步上浮, 但中长期贷款占比制约回升高度

由于贷款需求显著上升, 商业银行无论是对企业还是居民的贷款议价能力都在逐步上升。从金融机构利率浮动区间的历史数据来看, 目前银行业基准利率上浮贷款占比仍然处于周期的较低水平, 今年1季度银行议价能力趋势性的回升应该是肯定的。不过, 从公布的前两个月的信贷数据来看, 无论是企业还是居民贷款, 1季度利率上浮超预期的可能性并不太大。

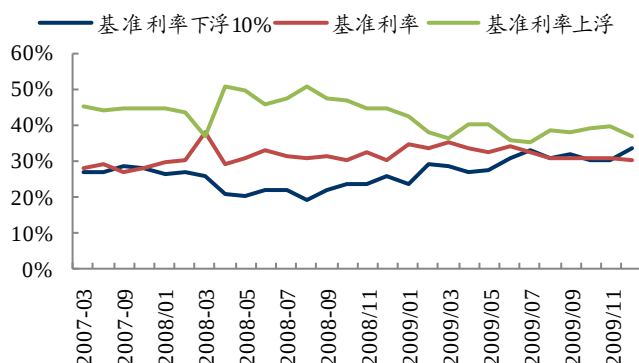
从**企业贷款**的角度来看, 目前商业银行中长期贷款累计占比居于历史高位, 这意味着银行对于绝大部分贷款的议价能力仍然难以提高。尤其是针对于去年大规模投放基础设施建设贷款的上市银行而言, 后续投放带来的利率粘性存在会制约银行资产收益率的继续上行。

从**居民贷款**的角度来看, 居民中长期消费贷款仍然居于主导地位, 考虑到当前房地产交易量已经有所回落, 而且加息周期中贷款人愿意将贷款利率调整的时限拉长, 因此商业银行尽管会因为贷款额度和政策监管因素而收紧房地产按揭贷款规模, 从而促使利率有所上行, 但是如果考虑到大规模的存量贷款因素, 实际利率上浮影响较小。

此外, 受限于监管部门严格的窗口指导, 商业银行新增信贷额度有

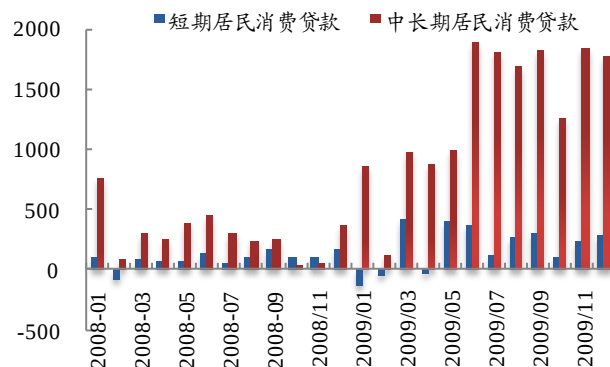
限,从而导致商业银行增加货币市场的资金配置,流动性充裕拉低了近期的货币市场收益率,监管严格所带来的贷款在生息资产中的占比下降也会拉低生息资产的收益率水平。

图 11 金融机构利率浮动区间



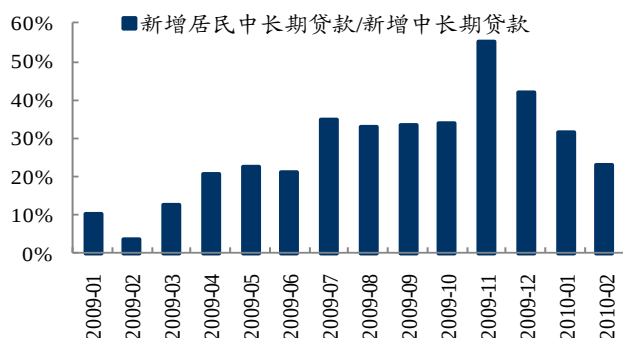
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12 居民中长期消费贷款趋势



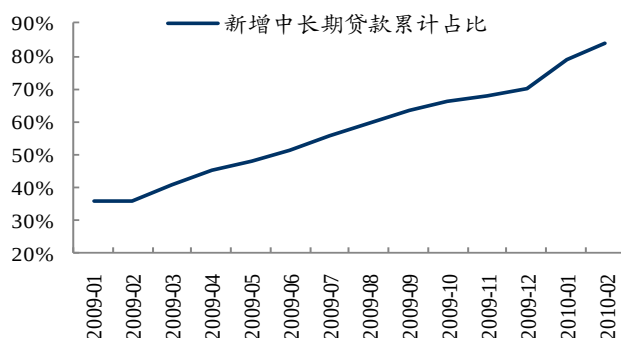
资料来源：中国票据网、国海证券研究所

图 13 新增居民中长期贷款与新增中长期贷款



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 14 新增中长期贷款年初累计占比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 15 大型银行间票据贴现率走势

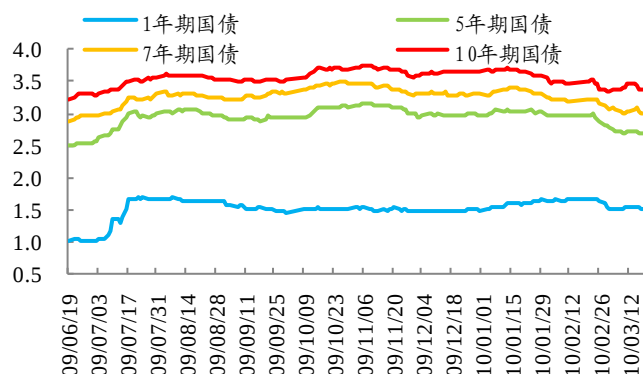


资料来源：中国票据网、国海证券研究所

(2) 货币市场收益率受“退出战略”影响趋势向上,但近期有所回落

央行连续两次提高存款准备金的时点先于市场预期，根本目的在于抑制通胀预期。流动性收紧的预期使得货币市场利率自去年1月中旬以来都显著走高，但是自2月中旬以来，无论是债券市场收益率还是银行间回购利率都有所回落，主要是由于信贷监管的严控，导致银行在货币市场布局加大，流动性充裕制约货币市场利率进一步提高。

图 16 债券收益率进入2月份之后有所回落



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 17 银行间正回购利率维持低位

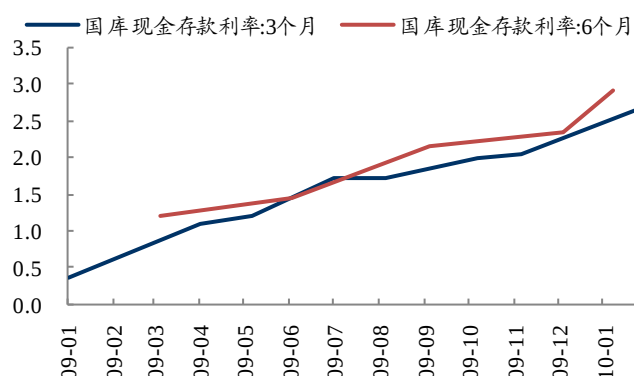


资料来源：Wind、国海证券研究所

（3）部分商业银行贷存比压力明显，国库存款利率显著上行

与信贷新增的严格监管相对应，监管部门对于贷存比的要求也日趋严格。因此，去年扩张较快而且贷存比相对较高的部分银行将有所限制，商业银行吸纳存款的压力明显增大。从最近国库存款利率的趋势来看，去年四季度以来国库存款对商业银行吸引力增强，3月份最新一期9个月的国库现金存款利率已经接近 3.4%。存款利率上行的压力可能会制约部分贷存比接近监管目标上市银行净息差的回升幅度。

图 18 国库存款利率显著上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 19 2009年3季度末贷存比



资料来源：国海证券研究所

3. 净息差回升有限。如果按照去年三季度商业银行的存贷比进行估计，我们认为生息资产有望上行的股份制银行可能会面临贷存比的监

管要求和一定的存款成本上行压力；相对而言贷存比较低的南京、北京、建行和工行去年新增贷款中基建及相关贷款占比较高。因此我们初步估计行业的净息差反弹可能会低于预期。

表 4 商业银行净息差走势

净息差	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	Q3vsQ1
工商银行	3.05	2.97	2.92	2.88	2.27	2.20	2.20	-0.07
建设银行	3.30	3.30	3.27	3.20	2.54	2.45	2.41	-0.13
中国银行	2.77	2.71	2.67	2.61	2.06	2.02	2.03	-0.03
交通银行	3.13	3.04	3.01	2.84	2.07	2.03	2.08	0.01
招商银行	3.59	3.59	3.43	3.28	2.30	2.13	2.13	-0.17
浦发银行	3.29	3.23	3.18	3.00	2.09	2.07	2.14	0.06
中信银行	3.46	3.47	3.48	3.32	2.40	2.37	2.47	0.06
兴业银行	3.02	3.04	3.01	2.89	2.28	2.20	2.26	-0.02
民生银行	2.80	3.00	3.04	3.00	2.50	2.33	2.43	-0.07
华夏银行	2.80	2.81	2.75	2.57	1.86	1.88	1.94	0.09
深发展	3.35	3.18	3.10	2.99	2.71	2.53	2.49	-0.21
北京银行	3.01	3.00	3.00	2.94	2.39	2.31	2.32	-0.07
南京银行	3.24	3.17	3.05	3.07	2.65	2.62	2.56	-0.10
宁波银行	3.54	3.53	3.50	3.39	2.94	2.90	2.86	-0.09

资料来源：中国票据网、国海证券研究所

政策紧缩二季度仍将延续，加息将成为业绩推手

一、紧缩政策的历史经验

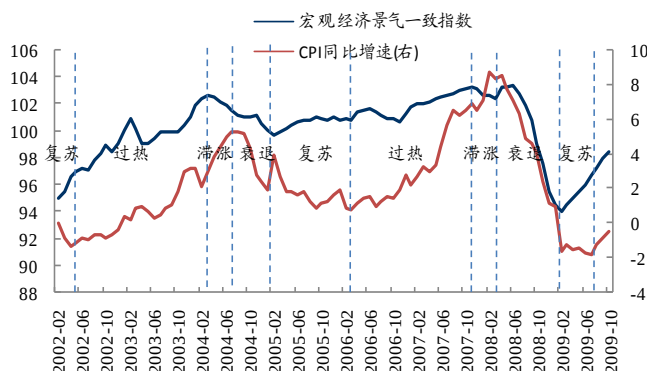
从宏观经济环境来看，我们认为当前的宏观形势与 2004 年 2 月至 2006 年 2 月类似。

由于加入 WTO，中国自 2002 年开始开始实现快速增长，至 2009 年初完成了一个经济周期。如果以宏观经济景气一致指数的趋势与 CPI 增速的趋势来看，我们可以将这一个周期进一步划分为两个小周期，分别是 2002 年 2 月至 2005 年 2 月，2005 年 2 月至 2009 年 2 月。

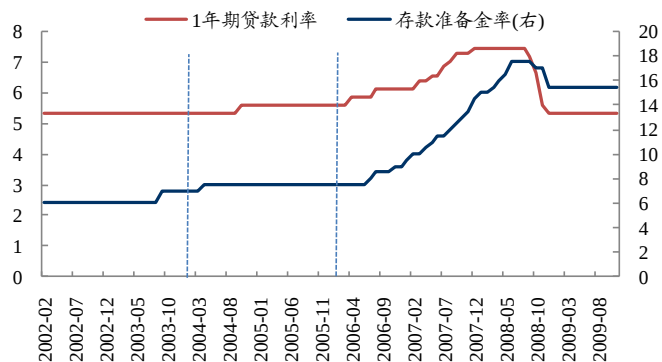
宏观经济在 2004 年曾出现短暂过热，主要是由于 2003 年 SARS 之后政府的经济刺激力度加大，从而引发了短暂的经济过热和通胀压力，但是在经过适度的紧缩和调控之后，宏观经济再度呈现出稳步上升的趋势。其中，2004 年 2 月至 2006 年 2 月是周期中经济调整的一个样本，当时同样严格的信贷窗口指导、存款准备金上调、加息措施等货币政策手段效果明显。

图 20 当前经济周期类似于前一个经济周期(2004.2-2006.2)

图 21 宏观调控中货币政策工具的应用(2004.2-2006.2)



资料来源：国海证券研究所



资料来源：Wind、国海证券研究所

二、二季度政策紧缩仍将延续，加息可能性加大

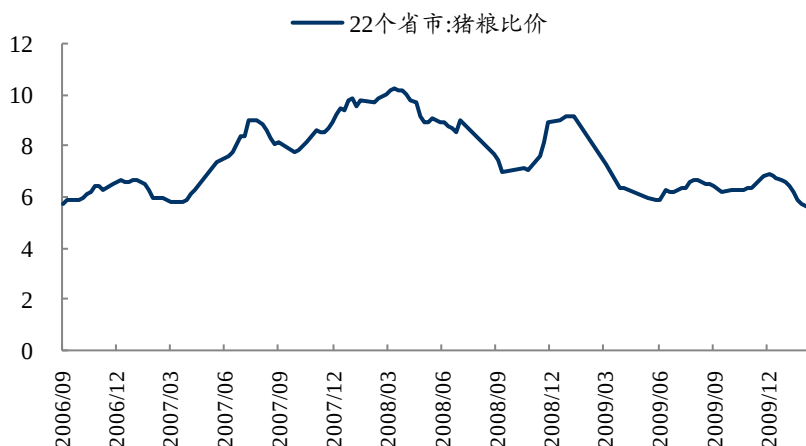
结合当前的经济形势，我们认为 CPI 的短暂过热和宏观经济的适度波动会类似于此前的经济周期。在宏观经济保持稳步增长的趋势下，通胀压力和通胀预期成为监管部门最核心的关注目标，我们认为 4 月份新增信贷和二季度负利率时代的来临是值得关注的重点。

4 月份信贷大规模增长的可能性较大。目前绝大部分商业银行信贷规模都是按季度进行调控，考虑上整个银行体系票据贴现规模已经较低，而前两个月所反映的中长期贷款刚性需求较强，我们判断 3 月份新增信贷可能略高于 2 月份，维持在 8000 亿左右，但是 4 月份由于二季度信用额度的投放又可能出现较快的信贷增长，从而带来监管部门的进一步严控。

负利率时代来临。CPI 在二季度可能会进入负利率时代，无论是去年相对较高的翘尾因素还是目前较低的猪粮比水平，都有可能是食品类价格上行的触发因素，从而推高 CPI 的快速上行。

按照我们此前在年报中所做的分析，我们认为加息周期中受益较大的分别为招行、中信和宁波。

图 22 猪粮比接近历史地位



资料来源：国海证券研究所

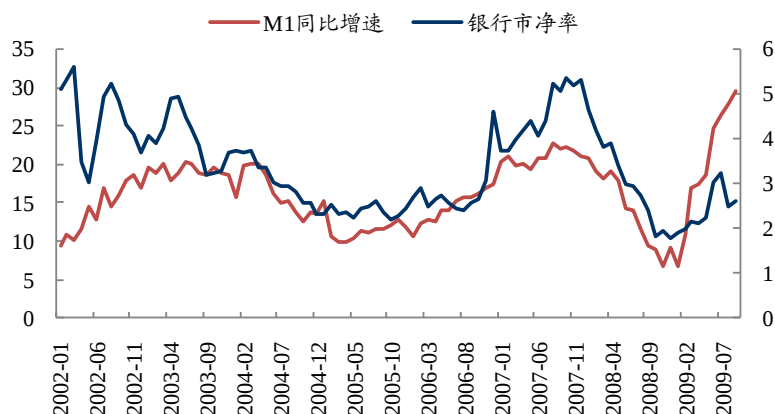
银行业二季度投资策略及重点上市公司

我们认为二季度即将推出的创新业务对于银行股的影响较低，心理因素会高于实际影响，而一季度银行的规模增长会出现分化，而净息差反弹可能会低于预期，因此我们认为超预期的可能性较低。但是随着此前市场对于银行再融资以及目前地方融资平台带来资产质量压力的环节。我们判断未来银行的主要触发因素仍然在于加息周期的来临，二季度这一预期会愈发明显。

一、高监管目标下估值的长期均衡水平有所降低，流动性收紧制约银行估值大幅上行

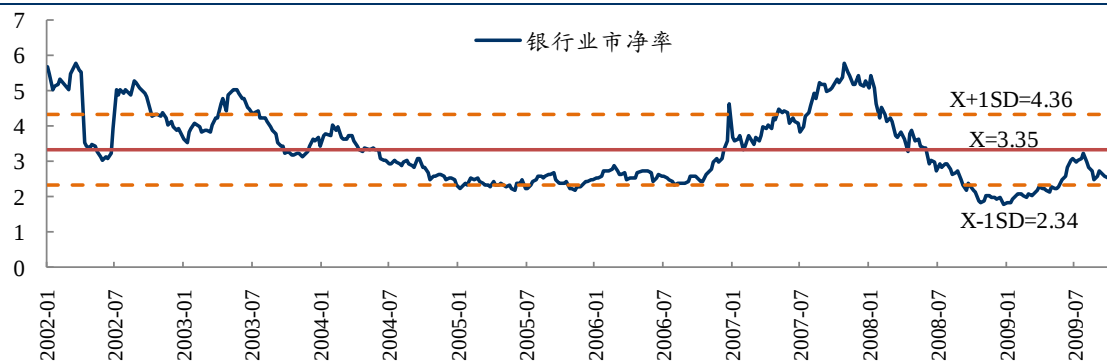
按照我们此前的测算，新的监管目标将使得银行的长期估值水平有所折让，将回落 16%-35%，而 2002 年以来的市净率平均水平约为 3.35 倍。而随着未来流动性的进一步回落，我们认为短期银行估值的大幅上行空间不足。

图 23 银行股市净率的历史水平



资料来源：国海证券研究所

图 24 银行股市净率的历史水平



资料来源：国海证券研究所

二、再融资压力缓解

按照我们此前在年报中的预测，目前绝大部分上市银行已经给出了再融资方案，我们认为目前看来方案对市场的冲击力小于预期。如果参考中国银行的再融资方案的话，未来如果工行和建行给出类似的融资方案，应该对市场的冲击力会相对较小。

表 5 上市银行再融资方案

	资本充足率	核心资本充足率	再融资方案	融资金额	2010 年资本金缺口
工商银行	12.60	9.86			
建设银行	12.11	9.57			156.78
中国银行	11.63	9.37	发行可转债	400	163.05
交通银行	12.52	8.08	配股	不超过 420 亿	182.00
招商银行	10.54	6.61	配股	不超过 220 亿	
浦发银行	10.16	6.76	定向增发(待定)	400 亿	
中信银行	9.84	11.24	发行次级债	250 亿	244.78
兴业银行	10.63	7.50	配股	180 亿	
民生银行	8.48*	5.9*	H 股上市	201 亿	
华夏银行	10.36*	6.84*			97.72
深发展	8.60	5.20	定向增发	约 107 亿	27.65
北京银行	16.12*	13.48*			
南京银行	13.21	11.63	配股	50 亿	
宁波银行	11.25	10.02	定向增发	50 亿	

资料来源：国海证券研究所

*为 2009 年中期数据，其余为 2009 年 3 季度数据

三、紧缩期银行有望跑赢大市

在流动性和信贷规模的严格控制下，我们发现银行的估值水平并没有出现大幅波动，而且基本上保持稳定。从此前 2004 年 2 月到 2006 年 2 月招商银行和上证指数的市场表现来看，银行在紧缩预期明显跑赢市场的，因此我们认为大的经济周期中的宏观调控由于不改变经济的长期趋势，在银行业资产不出现大量的系统性风险的情况下，银行业的稳定增长是我们认为未来跑赢大市的主要因素。

图 25 招商银行与上证指数表现



资料来源：国海证券研究所

我们认为由于监管目标的提升，银行业长期的回报率和长期的合理估值水平仍然趋于下降，而逐步收紧的流动性使得银行股当前的估值难以大幅提升。短期来看，随着银行 2009 年年报和 2010 年 1 季度报告的陆续披露，我们认为银行的 1 季度表现会出现分化，部分保持贷款稳定增长以及净息差反弹较快的银行有望受益，我们建议重点关注浦发和民生。另外，我们认为二季度银行也的主要推手来源于愈演愈烈的加息预期，我们重点推荐招商和宁波。另外，提示深发展与平安合作带来的交易性机会。

表 6 上市银行盈利预测

股票代码	证券简称	评 级	股价(元)		每股收益（元）			每股净资产（元）			市盈率(x)			市净率(x)		
			2010/3/19	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
601398.SH	工商银行	增持	4.86	0.33	0.38	0.44	1.81	2.01	2.46	14.66	12.69	10.95	2.69	2.42	1.98	
601939.SH	建设银行	增持	5.59	0.40	0.46	0.55	1.99	2.33	2.87	14.11	12.05	10.14	2.80	2.40	1.94	
601988.SH	中国银行	增持	4.15	0.25	0.31	0.37	1.84	1.95	2.31	16.58	13.22	11.32	2.25	2.12	1.79	
601328.SH	交通银行	增持	8.10	0.58	0.57	0.65	2.96	3.21	3.96	13.96	14.31	12.39	2.73	2.52	2.05	
600036.SH	招商银行	买入	15.53	1.43	0.90	0.96	5.41	4.79	6.22	10.84	17.32	16.19	2.87	3.24	2.50	
601998.SH	中信银行	增持	7.12	0.34	0.36	0.46	2.44	2.72	3.18	20.86	19.64	15.63	2.91	2.62	2.24	
600000.SH	浦发银行	买入	21.80	2.21	1.50	1.87	7.36	7.41	8.91	9.86	14.57	11.64	2.96	2.94	2.45	
601166.SH	兴业银行	增持	35.69	2.28	2.66	3.29	9.80	11.92	15.21	15.67	13.44	10.84	3.64	2.99	2.35	
600016.SH	民生银行	买入	7.45	0.42	0.60	0.65	2.86	3.88	4.53	17.78	12.32	11.43	2.60	1.92	1.65	
600015.SH	华夏银行	增持	11.80	0.62	0.67	0.84	5.49	6.00	6.84	19.18	17.72	14.02	2.15	1.97	1.72	
000001.SZ	深发展	买入	23.04	0.20	1.59	1.78	5.28	6.57	10.20	116.52	14.46	12.92	4.36	3.51	2.26	
601169.SH	北京银行	增持	16.54	0.87	0.90	1.19	5.43	6.04	7.23	19.01	18.41	13.86	3.05	2.74	2.29	
601009.SH	南京银行	增持	17.06	0.79	0.90	1.15	6.15	6.53	7.69	21.52	18.93	14.87	2.77	2.61	2.22	
002142.SZ	宁波银行	买入	15.80	0.53	0.58	0.67	3.52	3.90	5.54	29.66	27.10	23.71	4.49	4.05	2.85	
	银行整体			0.80	0.88	1.06	4.45	4.95	6.23	24.30	16.16	13.57	3.02	2.72	2.16	
	国有银行			0.39	0.43	0.50	2.15	2.38	2.90	14.83	13.07	11.20	2.62	2.37	1.94	
	股份制银行			1.07	1.18	1.41	5.52	6.19	7.87	30.10	15.64	13.24	3.07	2.74	2.17	
	城商行			0.73	0.79	1.00	5.03	5.49	6.82	23.40	21.48	17.48	3.44	3.14	2.45	

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

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。

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。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。