

王倩
021-68407902
wangqian@cmschina.com.cn

2010年4月13日

恐慌性预期消减，盈利确认强化价格回升

银行业2010年二季度策略报告

金融

银行

推荐（维持）

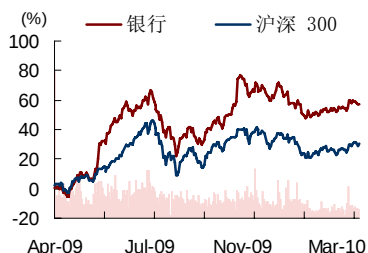
上证指数 3129

行业规模

		占比%
股票家数（只）	14	0.9
总市值（亿元）	45063	18.6
流通市值（亿元）	31645	20.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.9	13.7	60.3
相对表现	-0.3	6.9	26.1



相关报告

1、《银行业深度研究报告（一）——转型的理想和工具化的使命》
2010/2/24

2、《成都地区金融草根调研报告：资金紧张，银行定价提高；中西部战略效果显现》2010/03/24

流动性预期将明显改善，盈利增长不断确认，支撑价格回升，推荐“4+2”组合。

□ 流动性预期将较前期放松，有助于估值回升。主要原因有：

- 信心修复，政策出现暖调。年初调控政策为“经济前景不确定下的宁紧勿松”。而现阶段，外围经济逐渐复苏，通胀翘尾因素正在消退，暖性政策表态增多。我们判断下阶段国内调控有望略松，二季度政策重心将从一季度的“控总量”转向“调结构”和“保增长”。
- 为保经济“绿色复苏”，年信贷增量或将突破8万亿元。由于项目贷款后续投放和微观主体自主融资需求复苏双重因素的“倒逼”，我们认为今年全年新增贷款量至少为8万亿元，其中，5万亿元支持旧贷款，3万亿元投向流动资金贷款、按揭贷款和个人消费性贷款等品种。
- H股分流银行再融资压力，A股融资方式也较友好。我们预计今年上市银行未完成再融资总金额为3360亿元左右，A股市场将完成2500亿元左右，H股市场将融资850亿元。A股市场银行再融资方式以定向增发和配股为主，基本没有公开增发，将对市场流动性冲击减少到了最低限度。

□ 盈利确认将是银行价格回升的有力支撑。我们预计，2010年行业平均贷款增速为20%；净息差扩张30-40个基点（在不对称加息一次假设下）；信贷成本略有上升，成本因素和税率因素稳定，全年14家上市银行业绩同比增长27%，未来两年业绩复合增速25%。

□ 二季度策略：维持行业“推荐”评级，目前正是买入良机。在流动性预期改善、盈利预期提升的二季度，我们认为，银行股将出现明显的价格修复过程，重申银行板块全年“先跌后涨”的前期观点，目前正是全年性的买入良机，预计6个月内银行平均估值将恢复到动态PE15倍的水平，涨幅20%-30%。

□ 推荐组合“4+2”。看好息差弹性大的敏感型中小银行，持续推荐兴业、宁波、北京、招商，考虑估值修复因素，阶段性推荐浦发和交行。

重点公司主要财务指标

公司	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	10PB	评级
兴业	34.10	2.28	2.66	3.62	12.84	9.42	1.82	强烈推荐-A
北京	16.08	0.87	0.92	1.25	17.41	12.87	2.24	强烈推荐-A
宁波	15.45	0.53	0.58	0.87	26.50	17.79	2.39	强烈推荐-A
招商	15.88	0.97	0.90	1.19	17.72	13.37	2.49	审慎推荐-A
浦发	22.43	1.42	1.50	2.02	14.99	11.13	1.60	审慎推荐-A
民生	7.46	0.35	0.50	0.61	14.80	12.26	1.64	审慎推荐-A
深发	22.09	0.20	1.62	2.12	13.64	10.42	1.85	审慎推荐-A
工行	4.92	0.33	0.39	0.47	12.70	10.36	2.09	审慎推荐-A
交行	8.12	0.58	0.62	0.81	13.17	10.05	1.67	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、信心在修复：政策频出，“调结构”重于“控总量”	4
1、年初调控过紧，流动性预期恐慌性恶化	4
2、经济不确定性减弱，贷款的“投放结构”更重于“投放总量”	5
二、难得的好阶段：流动性预期改善 & 市场利率上升	6
1、流动性预期改善，将缓解估值下降压力	6
(1) “剪刀差”指标显示：流动性释放的能量开始衰减，前期调控效果显现	6
(2) 银行融资事项逐步消化，H 股分拆融资压力	7
2、量收价涨，银行的资金定价能力和市场利率大幅回升	9
(1) 银行贷款平均利率上升趋势在今年将更明显	9
(2) 年初以来的紧缩调控，也使得货币市场和债券市场利率稳步上升	9
3、为保经济“绿色复苏”，年信贷增量或将突破 8 万亿元	10
(1) 项目总量攀升导致固资贷款大幅上升，平均融资结构仍较稳定	11
(2) 刚性贷款需求倒逼贷款新增总量	12
三：估值驱动点重回基本面：09 年报业绩是信心的开始	13
1、09 年规模扩张提速，但利息净收入仍同比减少	13
2、09 年净息差收窄明显，中期触底回升	13
3、09 年规模扩张摊薄信贷成本，助推净利润实现增长	14
4、09 年成本收入比略有上升，有效税率小幅下降	14
5、预计未来两年，银行整体业绩复合增速 25%	15
四：二季度策略：全年的买入良机，看好敏感型中小银行	16
1、兴业银行：目标价 40.5-46.5 元	17
2、宁波银行：目标价 17.4-19.2 元	18

图表目录

图 1: 银行板块在 1 月份出现了恐慌性下跌, 至今仍弱于大盘 (2010.1.1 至今) ...	4
图 2: 剪刀差指标转头向下, 但仍保持正值 (08.3-09.2)	7
图 3: 09 年下半年贷款增速在高位稳定 (亿元、%)	10
图 4: 09 年下半年一般贷款利率低位回升 (%)	10
图 5: 年初以来货币市场和债券市场利率稳步上升 (%)	10
图 6: 新增人民币贷款和存款——历史及预测 (亿元、%)	11
图 7: 固定资产投资总量攀升导致固定资产投资快增, 但融资结构基本稳定 (亿元、%) ...	11
图 8: 本外币贷款新增结构对比 (08VS09)	12
图 9: 人民币贷款新增结构对比 (08VS09)	12
图 10: 贷款增长持续加速, 拉动规模扩张	13
图 11: 09 年净息差收窄明显, 中期触底回升	14
图 12: 09 年规模扩张摊薄信贷成本	14
图 13: 09 年信贷成本下降助推净利润实现正增长	14
图 14: 09 年成本收入比略有上升, 有效税率小幅下降	15
图 15: 银行行业历史 PEBand	16
图 16: 银行行业历史 PBBand	16
表 1: 年初至今相关政策及调控汇总	5
表 2: 上市银行及农业银行融资计划汇总	8
表 3: 上市银行资本补充预测和效果 (亿元、%)	9
表 4: 上市银行净利润和净资产预测 (亿元、%)	15
表 5: 上市银行盈利预测与估值表 (元/股, 倍)	16
表 6: 兴业银行财务预测表 (单位: 亿元、元/股)	17
表 7: 宁波银行财务预测表 (单位: 亿元、元/股)	18

一、信心在修复：政策频出，“调结构”重于“控总量”

1、年初调控过紧，流动性预期恐慌性恶化

银行板块对于宏观调控和政策定调的敏感度远高于其他行业。经历了“大干快放”的2009年，投资和货币都处于过度膨胀的边缘，2010年初宏观调控实质性转向了收紧，主要体现在：

- (1) 收紧贷款额度。实施额度控制和严格的窗口指导。
- (2) 上调存款准备金率。回收流动性，并对银行信贷施加硬约束。
- (3) 法规标准强化。对银行信贷实施“三个办法一个指引”，强调资本动态监管，并配合现场检查。同时对房地产行业实施严厉的政策约束。

市场预期在一月份遭遇了恐慌性的恶化，主要担心集中在：

- (1) 信贷额度。信贷量同比大幅下降，导致银行盈利及资产质量的恶化。
- (2) 资本补充。资本充足率标准提升，带来银行巨额的融资缺口，抽走市场流动性。
- (3) 指定贷款质量。融资平台贷款和项目贷款质量不佳，经济可能二次探底，银行将要“买单”或让渡利益。

图 1：银行板块在 1 月份出现了恐慌性下跌，至今仍弱于大盘（2010.1.1 至今）



资料来源: wind, 招商证券研发中心

注: ★上调存款准备金率 ★ 信贷额度控制的窗口指导 ★ 紧缩性政策表态 ★ 暖性政策表态

表 1: 年初至今相关政策及调控汇总

日期	事件	来源
2010-1-5	央行 2010 年度工作会议，确定金融调控“保增长、调结构、控通胀”的全年基调	央行
2010-1-12	央行上调存款准备金率 0.5 个百分点	央行
2010-1-18	央行货币信贷形势分析会，对商业银行今年放贷制定窗口指导	新闻
2010-1-19	部分银行接到通知，1 月份剩余时间停止新增信贷	新闻
2010-2-5	银监会发布《商业银行资产证券化风险暴露监管资本计量指引》，“做实”银行资本充足率计算	银监会
2010-2-12	央行再次上调存款准备金率 0.5 个百分点	央行
2010-2-12	银监会下发信贷资金违规入市现场检查通知	银监会
2010-2-20	银监会发布了《流动资金贷款管理暂行办法》和《个人贷款管理暂行办法》，与已施行的《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》，并称“三个办法一个指引”。规范银行贷款资金运用，实行封闭资金往来，其核心精神在于严控资金用途以确保信贷投放的有效性。	银监会
2010-2	银监会通知各地银监局关注地方政府融资平台贷款风险，要求商业银行严控地方政府融资平台项目的新增贷款，以防范 09 年大举借债后可能出现的违约风险。	新闻
2010-3-2	《求是》杂志专访银监会主席刘明康，刘主席表示，2010 年全年大型银行资本充足率均应保持在 11% 以上，中小银行应保持在 10% 以上。	新闻
2010-3-4	央行针对商业银行放贷投向，再次强调信贷资金不得进入股市。	新闻
2010-3-10	银监会发布《融资性担保公司管理暂行办法》，加强对融资性担保公司的监督管理，规范融资性担保行为，制定其设立变更终止规则	银监会
2010-3-14	周小川出席两会接受记者采访，表示目前的物价和央行的预估结果相比，略高一些，但高得不多，央行货币政策还可以按照原计划来进行。至于加息与否，则主要取决于对今后物价走势的预估。	新闻
2010-3-22	央行和银监会发布《关于认真学习和贯彻落实〈国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的若干意见〉的通知》，督促金融机构不得对存在囤地、炒地、捂盘惜售等违法违规行为（经金融机构查实或经国土资源部门、建设主管部门查实）的房地产开发企业发放贷款，对已发放的贷款要采取保全措施	央行、银监会
2010-4-8	央行、银监会等九部委发布关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见，要求支持文化产业振兴和发展，实现金融资本与文化产业的有机对接，进一步改进和提升对我国文化产业的金融服务，积极开发适合文化产业特点的信贷产品，加大有效的信贷投放	央行、银监会等九部委

资料来源：招商证券整理

2、经济不确定性减弱，贷款的“投放结构”更重于“投放总量”

我们解读之前的政策为“经济前景不确定下的宁紧勿松”：年初，流动性过剩、大量项目贷款上马待续、宏观经济回升缓慢，经济前景面临较大的不确定性。因此，监管层倾向于将紧缩预期一步引导到位，而做出上调两次存款准备金率和强化银行信贷额度控制等措施。

现在，外围经济逐渐复苏，通胀翘尾因素正在消退，3 月底开始暖性政策表态（如产业调整政策的重新强调、加息意图弱化等）增多，对银行信贷的监管重点也随着三个办法一个指引从投放新增总量转向资金投放用途。

我们判断下阶段国内调控有望略松，二季度政策重心将从一季度的“控总量”转向“调结构”和“保增长”，信贷全年计划或有突破，流动性预期将明显改善。

二、难得的好阶段：流动性预期改善 & 市场利率上升

二季度将是银行业今年面临的难得好阶段。

在我们的前篇报告《银行业深度研究报告（一）—转型的理想和工具化的使命》中，曾经讨论过银行估值的决定因素。我们认为，流动性是银行估值升降的最大动因。

虽然流动性本身仍在收紧阶段，但相比一季度，二季度市场的流动性预期则会出现的改善。这将给予银行估值缓升提供有效支持。

在信贷额度的严厉控制下，银行资金定价能力以及市场利率将继续大幅攀升，净息差的回升是今年银行业绩整体快速增长的最重要因素。此外，信贷规模突破的可能性也将是未来行业盈利上调的一个催化剂。

1、流动性预期改善，将缓解估值下降压力

我们认为，二季度市场流动性预期将较一季度有所放松，原因是：

- （1）一季度货币剪刀差如期回转，前期紧缩调控效果已显现，后续政策压力缓解。
- （2）为确保经济复苏和合理信贷投放比例，信贷调控将弱化额度控制，强化投放结构。
- （3）银行融资预期逐步消化，H股市场分流A股的融资压力。

（1）“剪刀差”指标显示：流动性释放的能量开始衰减，前期调控效果显现

我们仍然用货币剪刀差（M1增速-M2增速）和信贷剪刀差（贷款增速-存款增速）来观察实体经济繁荣度和银行体系流动性的变化。

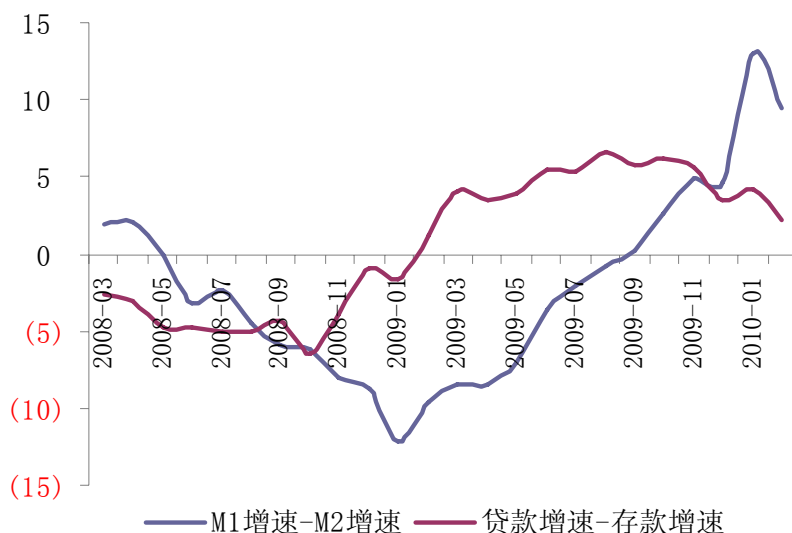
信贷剪刀差于去年8月份触顶回落（09年下半年开始项目贷款投放逐渐放缓），但仍保持正值。这说明，银行体系至今保持资金净流出状态，即，实体经济仍持续受到信贷支持，但力度减缓。

货币剪刀差于今年1月达到高点后回落，也仍为正值。这说明，现实购买力增长仍快于潜在购买力，微观主体的消费和投资能力仍在提升，但能量明显减弱。

货币剪刀差的快速下降，将部分减弱通胀带来的加息预期，有助于实体经济今年实现“绿色复苏”的核心任务；信贷剪刀差的收窄则显示银行信贷正在监管可控范围内，为实体经济输入的流动性压力正在减轻。

货币剪刀差如期回落和信贷剪刀差的持续下降，前期严厉信贷控制等调控政策的效果已开始显现，我们判断二季度总量紧缩政策的力度将有所减弱，两项剪刀差将在二季度持续收窄，但降幅较一季度有所放缓。

图 2: 剪刀差指标转头向下, 但仍保持正值 (08.3-09.2)



资料来源: wind, 招商证券研发中心

(2) 银行融资事项逐步消化, H 股分流融资压力

自从去年下半年银监会提出加强资本规划和管理以来,各家银行均面临提高资本充足率的压力,截至 2010 年 4 月 12 日,已经公告或者计划(来自管理层言论的新闻)股权融资计划的银行共有 12 家(中信银行公告了附属资本补充计划,北京银行暂无融资计划公布),此外,农行上市也排上日程,其中招行的配股和民生银行 H 股 IPO 已经实施。我们预计今年上市银行再融资总金额(包括招行和民生最近的融资)为 3900 亿元人民币左右,其中招行和民生的融资总额合计约 540 亿元,尚未完成的融资金额约为 3360 亿元。

银行再融资总额略超过了市场去年的预期,但值得惊喜的是,各家银行具体融资方案披露后,本轮融资对 A 股市场流动性的冲击预期则大为减少。在 3360 亿元融资计划中, A 股市场将完成 2500 亿元左右, H 股市场将融资 850 亿元。A 股市场银行再融资方式以定向增发和配股为主,基本没有公开增发,将对市场流动性冲击减少到了最低限度。

表 2: 上市银行及农业银行融资计划汇总

公司	公告/新闻时间	方案 (比例)	A 股市场 (亿股、¥)		H 股市场 (亿股、HK\$)		权益融资总额 (亿元)	进度
			价格	数量	价格	数量		
工商银行	2010-3-26	拟发行 250 亿可转债, H 股配股不超过 H 股股本 20%			3.5	不超过 166	250 +500	董事会决议公告
建设银行	2010-4-7	可能融资 750 亿元, 其中 A 股定增 450 亿元, H 股配股 300 亿元。					750	彭博新闻, 未证实
中国银行	2010-1-28	拟发行 400 亿可转债					400	已发行 249.3 亿
交通银行	2010-2-24	A 股+H 股配股 共 73.49 亿股, 融资不超过 420 亿		38.89		34.6	420	董事会决议公告
中信银行	2010-2-7	不超过 250 亿元的次级债或混合债					0	股东大会通过
招商银行	2010-2-22	A+H 配股, 10 股配 1.3 股	8.85	20.07	10.06	4.5	223	已实施
民生银行	2009-11-26	H 股 IPO 融资 270 亿元			9.08	34.39	312	已实施
浦发银行	2010-2-25	向中移动广东公司定向增发 22.075 亿股, 398 亿元	18.03	22.075			398	董事会决议公告
兴业银行	2009-12-9	10 股不超过 2.5 股, 不超过 180 亿 (4.6 日公告拟 10 股配 2 股)		10			180 -	股东大会通过
华夏银行	未定	未公开方案, 但有资本缺口					100	
深发展	2009-6-30	向平安增发不超过 5.85 亿股, 不超过 106.83 亿	18.26	5.850			106.83	股东大会通过, 待批
宁波银行	2009-11-5	非公开增发, 融资不超过 50 亿	11.63	3.838			44.64	股东大会通过
南京银行	2010-1-12	向全体股东配股					50 -	股东大会通过
农业银行	预计三季度	A+H 同步 IPO, 预计规模 2000 亿元左右 (700 亿美元)					2000-	新闻, 未证实
北京银行	-	目前无					0	
合计		A: 总规模 2700 亿元, 基本无公开增发, 以定增和配股为主, 其中 178 亿元已完成。			H: 总规模 1200 亿元 (除农行外), 其中 357 亿元已经完成。		Total: 总规模 3900 左右 (除农行 2000 亿元外), 已完成 535 亿元左右。	

资料来源: 银行公告, 国内新闻, 招商证券研发中心整理

注: 蓝色字体为预测, 华夏银行根据 2010 年底资本充足率到 12% 来预测最低融资额。

今年融资总量将提高上市银行加权平均资本充足率 1.28 个百分点

根据已披露的融资计划, 我们预计 2010 年上市银行再融资总量为 3400 亿元, 此因素将提高全行业资本充足率 1.28 个百分点, 上市银行今年底加权平均资本充足率为 12.86%, 除了中行、浦发、深发展在目前融资计划下资本充足率仍然低于 12%, 其他银行资本充足率均在 12% 以上。

表 3: 上市银行资本补充预测和效果 (亿元、%)

证券代码	证券简称	核心资本 充足率	资本充 足率	今年的股权 融资金额	2010 年底加 权风险资产 E	年底提高资 本充足率 E	融资后 2010 年底资本充足 率 E
601398.SH	工商银行	9.90	12.36	750	66320	1.13	13.60
601939.SH	建设银行	9.31	11.70	750	60291	1.24	13.20
601988.SH	中国银行	9.07	11.14	400	64548	0.62	11.50
601328.SH	交通银行	8.15	12.00	420	24531	1.71	13.40
600036.SH	招商银行	7.55	10.25	223	14900	1.46	12.77
600000.SH	浦发银行	6.90	10.34	398	11796	3.37	11.56
601166.SH	兴业银行	7.91	10.75	180	9270	1.94	14.20
600015.SH	华夏银行	6.84	10.20	100	5180	1.93	12.10
000001.SZ	深发展 A	5.52	8.88	107	4314	2.48	11.28
002142.SZ	宁波银行	9.58	10.75	44.6	1214	3.67	18.47
601009.SH	南京银行	12.77	13.90	50	1173	4.26	17.81
601169.SH	北京银行	14.13	16.58	0	3173	0.00	15.22
合计				3416.6	266710	1.28	12.86

资料来源: 银行公告, 招商证券研发中心

注: 蓝色字体为预测数据。绿色阴影为现有融资方案后资本充足率不充分的。

2、量收价涨，银行的资金定价能力和市场利率大幅回升

(1) 银行贷款平均利率上升趋势在今年将更明显

2009 年，银行业全年新增本外币贷款 10.55 万亿元，新增本外币存款 13.36 万亿元，同比增长 33% 和 28%，创十年历史新高。自启动四万亿贷款刺激计划开始，信贷出现巨量投放，随之而来的是贷款利率大幅下降。08 年四季度，一般贷款平均利率单季环比大幅下降 196 个基点至 6.23%，环比下降的趋势一直延续到 09 年中期，才稳定在 5.7% 的水平。

自去年下半年开始，贷款增速开始稳定，银行资金利率开始回升。四季度贷款增速单季环比略有下降，自三季度的 33.8% 降至 33.0%；一般贷款利率单季环比略有上升，自三季度的 5.74% 升至 5.88%。

我们预计，今年一季度新增本外币贷款为 2.7 万亿元左右，同比增速约为 24%，较去年一季度增速下降 3 个百分点。根据现有数据和调研情况，目前银行定价能力明显上升，小企业贷款利率平均上浮幅度约为 30%，个人经营性贷款利率上浮甚至更高。

(2) 年初以来的紧缩调控，也使得货币市场和债券市场利率稳步上升

截至 2010 年 4 月 9 日，SHIBOR1w 为 1.67%，6 个月国债收益率为 1.705%，分别较年初上升 25 和 64 个基点。预计二季度货币市场和债券市场利率将继续保持上升趋势。银行债券投资和买入返售等金融资产收益率将会随之上升。

图 3: 09 年下半年贷款增速在高位稳定 (亿元、%)

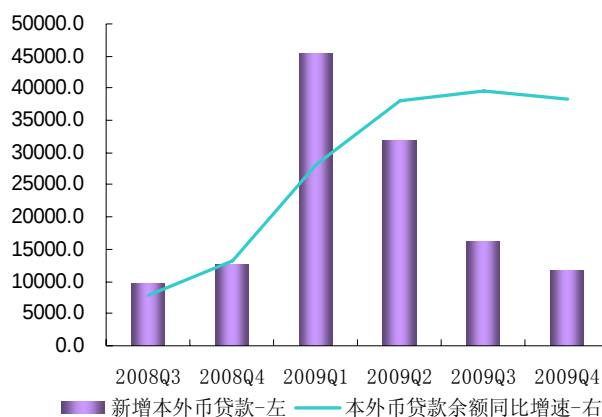
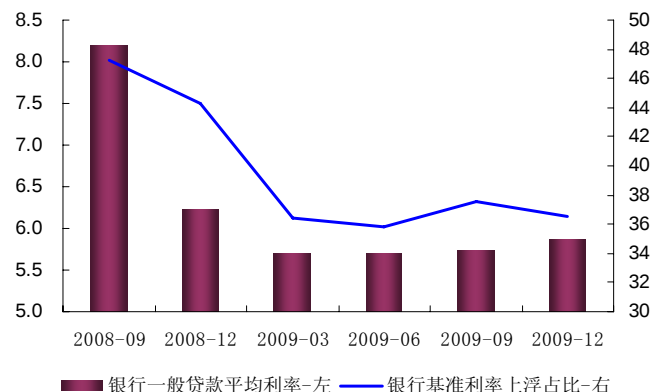
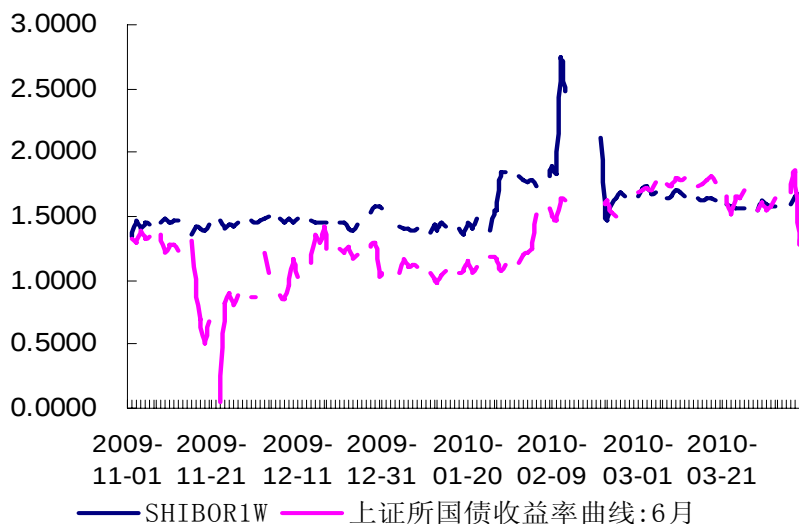


图 4: 09 年下半年一般贷款利率低位回升 (%)



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 5: 年初以来货币市场和债券市场利率稳步上升 (%)



资料来源: wind, 招商证券研发中心

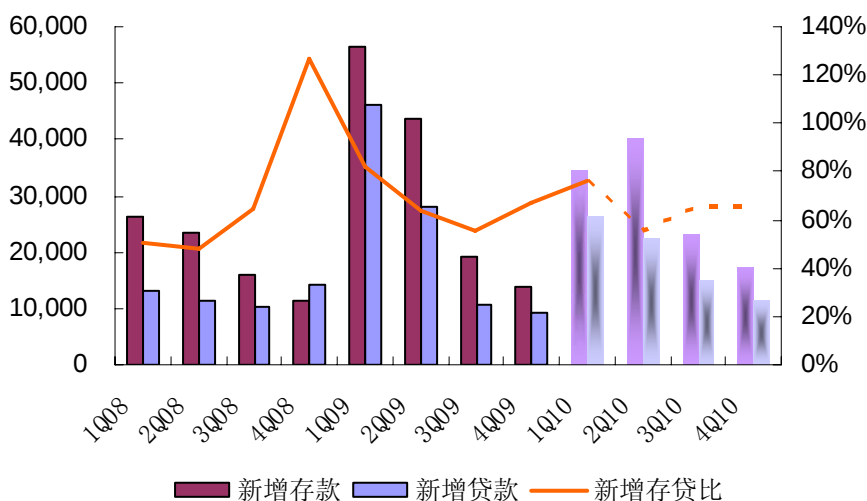
3、为保经济“绿色复苏”，年信贷增量或将突破 8 万亿元

相比去年上半年“大放快上”的信贷投放，去年四季度开始信贷政策开始转向收紧，今年初管理层更是强化了信贷窗口指导，定下银行业全年 7.5 万亿元的本外币贷款年投放量。

我们认为，今年全行业本外币信贷增量达到 8 万亿元已没有悬念，在经济复苏超预期的条件下，年增量或将突破 8 万亿元。与此对应的人民币贷款则将达到 7.5 万亿元。这是根据两个基本出发点来推算的：

- (1) 去年项目贷款后续投入要保障——刚性贷款需求。
- (2) 微观经济主体自主性需求复苏要促进——保障性贷款需求。

图 6: 新增人民币贷款和存款——历史及预测 (亿元、%)



资料来源: wind, 招商证券研发中心

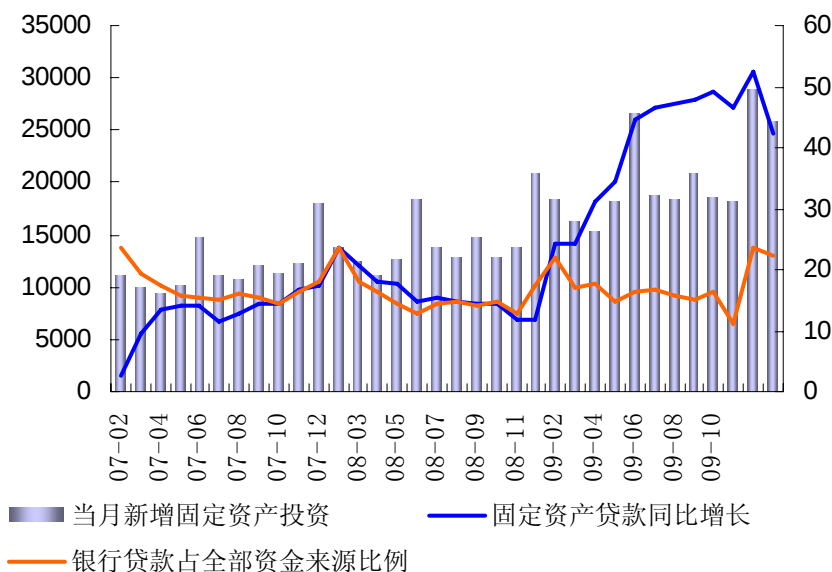
注: 此口径为人民币贷款。图中预测数据为, 人民币贷款全年增量 7.5 万亿元, 人民币存款 11.5 万亿元

(1) 项目总量攀升导致固资贷款大幅上升, 平均融资结构仍较稳定

09 年固定资产投资中, 银行贷款资金占全部资金来源比例为 17.23%, 较 08 年上升了 1.5 个百分点, 仍属于正常范围, 但贷款量同比增速出现大幅提升, 自 08 年的 20% 以下攀升超过 40%。

09 年新增企业中长期本外币贷款约 5.1 万亿元, 其中基础设施行业 (含水利、环境、公共设施及交运等行业) 约 2.5 万亿元, 工业和房地产类贷款共计 1.6 万亿元左右, 成为较 08 年多新增 3.2 万亿元企业中长期贷款的主要原因。

图 7: 固定资产投资总量攀升导致固资贷款快增, 但融资结构基本稳定 (亿元、%)



资料来源: wind, 招商证券研发中心

(2) 刚性贷款需求倒逼贷款新增总量

项目贷款需要持续投入。如果全年新增本外币贷款 7.5 万亿元，按 75% 新增贷款投向旧贷款项目计算，今年有 5.6 万亿元的新增贷款将支持去年旧贷款项目，那么只剩下 1.9 万亿元可满足新增自发性贷款需求，将意味着这部分贷款供给将只有去年的一半，将会对经济复苏产生较大的抑制作用。

因此，我们认为今年全年新增贷款量至少为 8 万亿元，结构为：5 万亿元支持旧贷款，3 万亿元投向流动资金贷款、按揭贷款和个人消费性贷款等品种。

图 8：本外币贷款新增结构对比（08VS09）

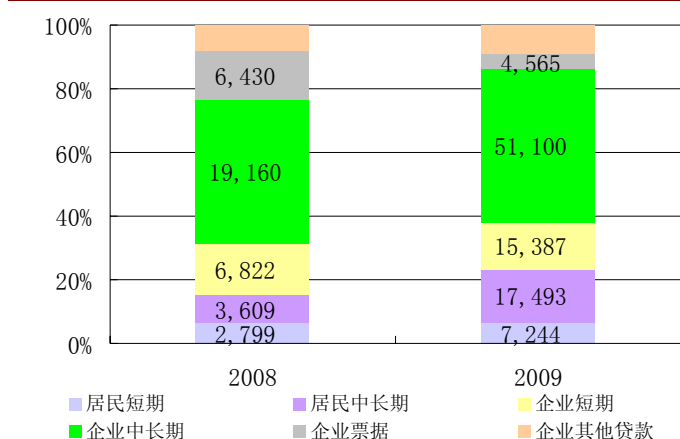
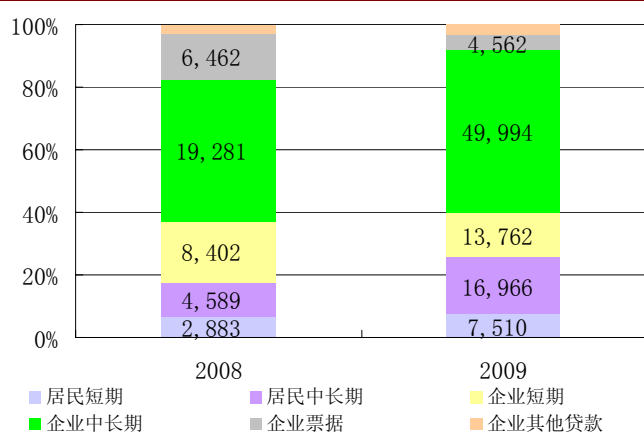


图 9：人民币贷款新增结构对比（08VS09）



资料来源：人民银行，招商证券研发中心

三：估值驱动点重回基本面：09 年报业绩是信心的开始

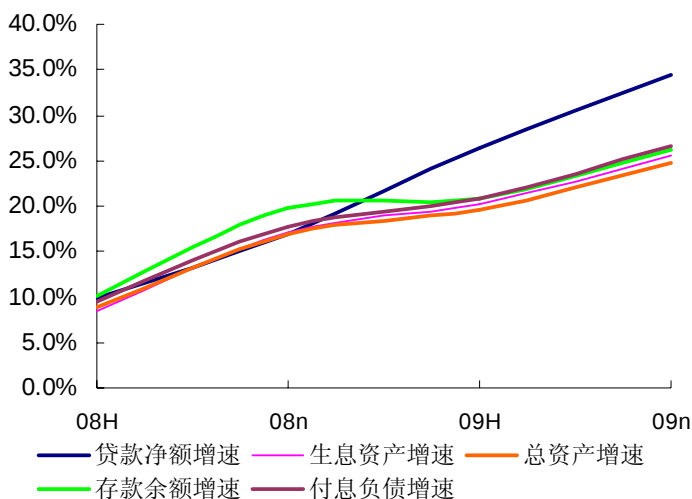
我们将 14 家上市银行过去两三年（07-08-09 年）的财务数据汇总（四家银行尚未公布 09 年报，其财务数据采用我们模型的预测数据），按照规模、息差、信贷成本、成本收入比、税率五项驱动因子进行盈利分解。

1、09 年规模扩张提速，但利息净收入仍同比减少

贷款增长持续加速，拉动收入与利润触底回升，09 年底，贷款余额同比增长 34.5%，存款余额同比增长 26.1%，生息资产和付息负债同比增长 25.6%和 26.6%。

09 年全年，利息净收入同比下降 2.8%，未能实现“以量补价”。

图 10： 贷款增长持续加速，拉动规模扩张



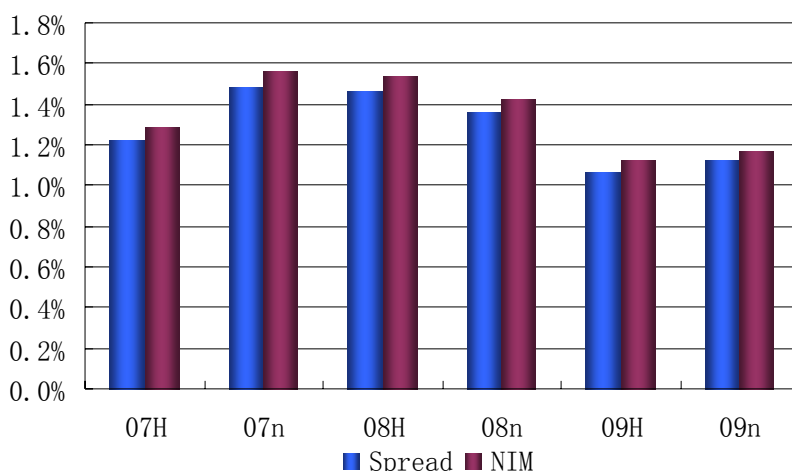
资料来源：银行定期报告，招商证券研发中心

2、09 年净息差收窄明显，中期触底回升

量升价跌，09 年大放贷款，净息差全年收窄 60 个基点，自 08 年 2.96%下降至 2.36%，成为利息净收入同比下降的主要原因。

而半年净息差的变化更为明显，07 年下半年，上市银行半年净息差达到峰值 1.56%，而 09 年上半年，上市银行半年净息差降到谷底，为 1.12%，09 年下半年净息差小幅回升至 1.17%，出现触底回升的趋势。

图 11: 09 年净息差收窄明显，中期触底回升



资料来源：银行定期报告，招商证券研发中心

备注：此处口径为根据期初期末平均生息资产计算

3、09 年规模扩张摊薄信贷成本，助推净利润实现增长

09 年全年信贷成本较 08 年大幅下降，自 1.24% 降至 0.47%，成为助推净利润同比正增长的重要原因。09 年，上市银行拨备前利润同比下降 2.3%，总利润则同比增长 17.2%。分析半年期信贷成本变化趋势，在 09 年上半年信贷成本降幅最大，除了经济繁荣降低坏账预期外，规模扩张摊薄是一个很重要的原因。

图 12: 09 年规模扩张摊薄信贷成本

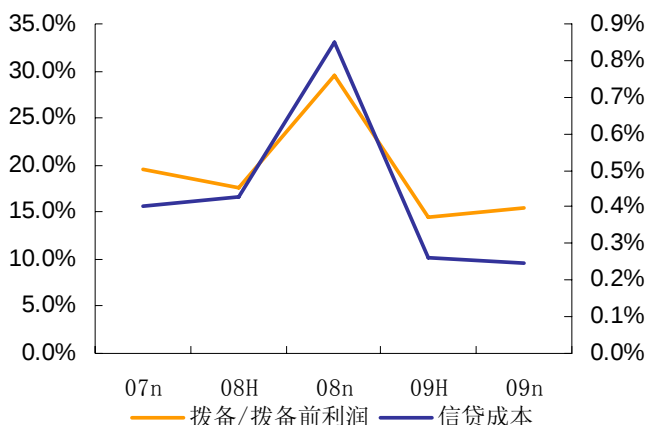
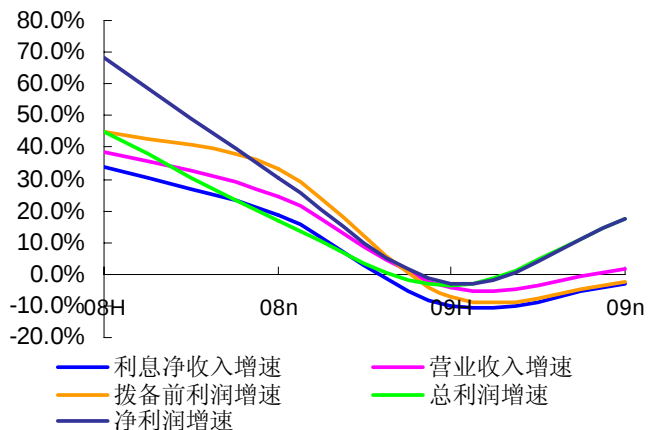


图 13: 09 年信贷成本下降助推净利润实现正增长

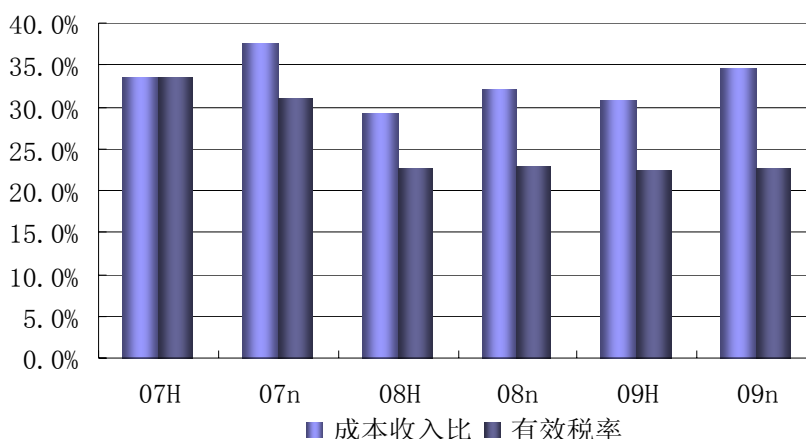


资料来源：银行定期报告，招商证券研发中心

备注：此处信贷成本包含其他资产的拨备

4、09 年成本收入比略有上升，有效税率小幅下降

过去的三年中，上市银行的成本收入比出现了小幅下降又小幅回升的变化，有效税率自 08 年税改降低后一直基本稳定。09 年，上市银行的成本收入比为 34.7%，较 08 年上升 2.6 个百分点，有效税率为 22.7%，较 08 年下降 0.1 个百分点，基本稳定。预计未来这两项因素也基本保持稳定。

图 14: 09 年成本收入比略有上升, 有效税率小幅下降


资料来源: 银行定期报告, 招商证券研发中心

5、预计未来两年, 银行整体业绩复合增速 25%

2010 年, 银行信贷规模增速将明显放缓, 我们预计行业平均贷款增速为 20%; 净息差将快速回升, 预计较 09 年全年扩张 30-40 个基点 (在不对称加息一次的假设下); 信贷成本略有上升, 成本因素和税率因素稳定, 全年 14 家上市银行实现净利润 5600 亿元左右, 业绩同比增长 27%。

在经济缓慢但如期复苏的大前提下, 预计这 14 家上市银行 2011 年净利润增速将达到 22.7%, 两年业绩复合增速 24.8%。

盈利确定将是下阶段银行价格回升的有力支撑。

表 4: 上市银行净利润和净资产预测

股票	2009		2010E		2011E		净利润增速			
	净利润	净资产	净利润	净资产	净利润	净资产	2008	2009	2010	2011
工行	1294	6739	1586	7849	1909	9185	35.6%	16.4%	22.6%	20.4%
中行	853	5150	1066	6109	1306	7285	4.9%	31.2%	24.9%	22.6%
建行	1068	5555	1374	6516	1700	7707	34.0%	15.3%	28.6%	23.8%
交行	302	1638	396	2375	476	2756	38.2%	5.9%	31.1%	20.1%
招商	193	969	256	1378	323	1668	37.4%	-7.7%	32.5%	25.9%
中信	143	1068	188	1218	235	1406	60.7%	7.2%	31.8%	25.0%
浦发	132	680	178	1240	229	1445	127.6%	5.6%	34.7%	28.4%
民生	112	904	135	1012	170	1148	24.6%	42.1%	20.8%	25.4%
兴业	133	596	181	939	221	1137	32.6%	16.7%	36.3%	21.9%
华夏	38	302	50	347	61	402	46.2%	22.5%	32.3%	21.6%
深发展	50	205	66	371	83	449	-76.8%	719.3%	30.8%	25.9%
南京	15	120	23	141	28	166	60.1%	6.1%	48.3%	21.6%
宁波	15	97	22	161	30	187	40.0%	9.4%	49.0%	39.9%
北京	58	384	78	446	96	523	61.8%	6.2%	35.2%	23.5%
国有银行	3517	19082	4421	22850	5392	26932	27.2%	18.3%	25.7%	22.0%
股份制银行	801	4723	1055	6504	1320	7656	43.2%	14.9%	31.6%	25.2%
城商行	88	602	122	749	154	876	57.5%	6.7%	39.8%	26.1%
银行合计	4406	24407	5598	30102	6866	35465	30.5%	17.4%	27.1%	22.7%

资料来源: 银行公告, 招商证券研发中心。单位: 亿元

四：二季度策略：全年的买入良机，看好敏感型中小银行

二季度将是银行 PE 缓慢上升（流动性预期改善带来的）以及银行盈利预期不断确认甚至上调（量收价涨带来的净息差回升以及可能出现的规模突破惊喜）的过程，因此，作为分子的 P（价格）将出现明显的回升。

在融资预期消化，流动性预期改善、盈利预期提升的二季度，我们认为，银行股将出现明显的价格修复过程，重申银行板块全年“先跌后涨”的前期观点，目前银行平均动态 PE 为 12 倍、动态 PB 为 2 倍，正是全年性的买入良机，预计 6 个月内银行平均估值将恢复到动态 PE15 倍的水平，涨幅 20%-30%，维持行业“推荐”评级

我们看好息差弹性大的敏感型中小银行，持续推荐兴业、宁波、北京、招商，考虑估值修复因素，阶段性推荐浦发和交行。

表 5：上市银行盈利预测与估值表

股票简称	2009E				2010E				2011E			
	EPS	BVPS	PE	PB	EPS	BVPS	PE	PB	EPS	BVPS	PE	PB
工行	0.39	2.02	12.7	2.44	0.47	2.35	10.4	2.09	0.57	2.75	8.6	1.79
中行	0.34	2.03	12.6	2.09	0.42	2.41	10.1	1.76	0.51	2.87	8.2	1.48
建行	0.46	2.38	12.3	2.36	0.59	2.79	9.5	2.01	0.73	3.30	7.7	1.70
交行	0.62	3.34	13.2	2.43	0.81	4.85	10.1	1.67	0.97	5.62	8.4	1.44
招商	0.90	4.49	17.7	3.54	1.19	6.38	13.4	2.49	1.50	7.73	10.6	2.05
中信	0.37	2.74	19.3	2.58	0.48	3.12	14.7	2.27	0.60	3.60	11.7	1.96
浦发	1.50	7.70	15.0	2.91	2.02	14.04	11.1	1.60	2.59	16.37	8.7	1.37
民生	0.50	4.06	14.8	1.84	0.61	4.55	12.3	1.64	0.76	5.16	9.8	1.45
兴业	2.66	11.92	12.8	2.86	3.62	18.78	9.4	1.82	4.41	22.75	7.7	1.50
华夏	0.75	6.06	16.2	2.01	1.00	6.96	12.2	1.75	1.21	8.05	10.1	1.51
深发展	1.62	6.59	13.6	3.35	2.12	11.93	10.4	1.85	2.67	14.46	8.3	1.53
南京	0.84	6.55	20.2	2.59	1.25	7.68	13.6	2.21	1.52	9.04	11.2	1.88
宁波	0.58	3.90	26.5	3.96	0.87	6.46	17.8	2.39	1.22	7.49	12.7	2.06
北京	0.92	6.17	17.4	2.61	1.25	7.16	12.9	2.24	1.54	8.40	10.4	1.91
国有银行平均			12.68	12.7			10.01	10.0			8.23	8.2
股份制银行平均			15.64	15.6			11.93	11.9			9.55	9.6
城商行平均			21.37	21.4			14.76	14.8			11.44	11.4
银行平均			16.02	16.0			11.99	12.0			9.58	9.6

资料来源：银行公告，招商证券研发中心。估值基准日为 2010-4-12

图 15：银行行业历史PEBand

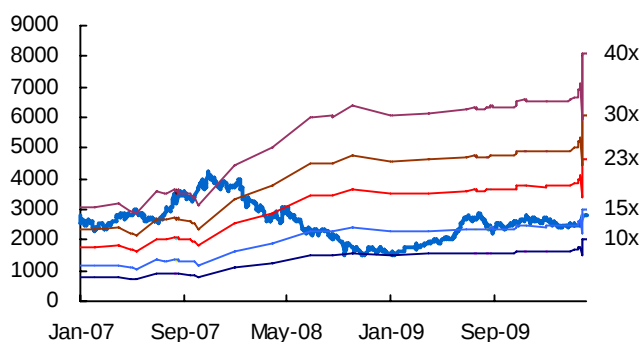
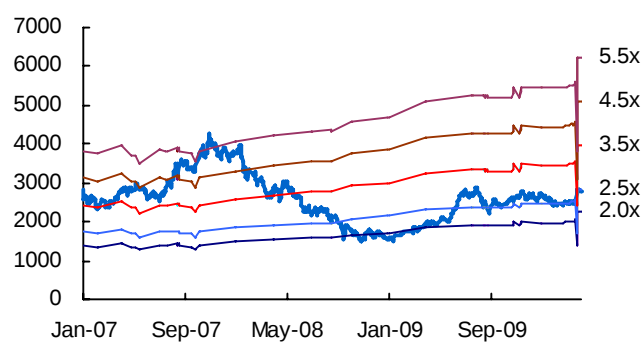


图 16：银行行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心；2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

1、兴业银行：目标价 40.5-46.5 元

分享海西起飞，得天独厚。

我们认为，海西经济战略的实施，将给兴业银行带来历史性的机会。作为唯一一家总部在福建省的银行，兴业银行无论从客户基础还是大股东背景，都将成为海西起飞的最大受益者。

目前，兴业银行支持海西的战略布局体现在：

(1) 加大信贷资源在省内的倾斜。

(2) 深化金融创新，旨在成为海西地区的综合金融平台。(3) 加大小企业贷款支持力度，提高贷款收益率。

“创新、务实”创造价值，上调盈利预测，维持“强烈推荐-A”的评级。

管理层以创新务实的态度，持续推进业务增长模式和盈利增长模式的双转型。我们看好公司持续扩张能力，预计公司 2010 年-2011 年 EPS 分别为 3.62 元、4.41 元，配股完成后对应的 BVPS 分别为 18.8 元、22.7 元，对应的动态 PE 和 PB 分别为 9.4 倍和 1.8 倍，估值位于行业洼地。

如果按照配股完成后摊薄计算，2010 年 EPS 和 BVPS 分别为 2.9 元、15.02 元，给予 14-16 倍动态 PE 的估值，目标价格为 40.5-46.5 元，建议持续买入，维持“强烈推荐-A”的评级。

表 6：兴业银行财务预测表

利润简表	2008	2009	2010E	2011E	利润表假设	2008	2009	2010E	2011E
利息净收入	261.9	272.0	395.9	485.0	利息净收入增速	25.7%	3.9%	45.5%	22.5%
中间业务净收入	26.2	31.2	38.1	47.4	中间业务收入增速	59.9%	19.1%	22.0%	24.0%
营业收入	296.9	315.3	446.1	544.5	中间业务收入占比	11.8%	13.7%	11.3%	10.9%
业务及管理费	-103.5	-114.7	-160.6	-196.0	成本收入比	34.9%	36.4%	36.0%	36.0%
拨备前利润	174.5	177.5	258.8	316.0	有效税率	18.9%	22.9%	23.0%	23.0%
拨备支出	-34.2	-5.2	-23.8	-29.4	存贷利差	5.02%	3.83%	4.70%	5.00%
总利润	140.4	172.3	235.1	286.5	债券平均收益率	3.55%	3.16%	3.48%	3.65%
所得税	-26.5	-39.5	-54.1	-65.9	净利差	2.52%	2.02%	2.46%	2.63%
净利润	113.9	132.8	181.0	220.6	净息差	2.92%	2.34%	2.85%	3.05%
资产质量	2008	2009	2010E	2011E	重要指标	2008	2009	2010E	2011E
不良贷款率	0.83%	0.54%	0.54%	0.59%	ROAA	1.22%	1.13%	1.19%	1.18%
拨备覆盖率	226.6%	254.9%	243.2%	220.5%	ROAE	25.6%	24.4%	23.5%	21.2%
不良贷款余额	415	37.8	47.4	63.3	资本充足率	11.2%	10.7%	14.4%	14.0%
不良贷款形成率	0.39%	0.29%	0.35%	0.35%	核心资本充足率	8.9%	7.9%	10.0%	9.7%
信贷成本	0.73%	0.09%	0.30%	0.30%	EPS	2.28	2.66	3.62	4.41
贷款准备/贷款余额	1.88%	1.37%	1.30%	1.29%	BVPS	9.80	11.92	18.78	22.75
拨备/拨备前利润	19.6%	2.9%	9.2%	9.3%	PE	15.0	12.8	9.4	7.7
净利润增速	32.6%	16.7%	36.3%	21.9%	PB	3.48	2.86	1.82	1.50

资料来源：公司报表、招商证券。单位：亿元或元/股

备注：估值基准日为 2010/04/12

2、宁波银行：目标价 17.4-19.2 元

零售业务模式优势显现，贷款增速和生息资产增速惊人但加权风险资产增速适中。

09 年宁波行贷款总额增速为 66.5%、生息资产增速为 66.4%，均位于行业领先水平。受益于零售为主的业务模式，加权风险资产同比增长仅为 28.6%，在贷款需求相对稀缺的 09 年，保证了较快的贷款投放和较低的资产耗用。

定向增发和发行次级债，将于今年提升资本充足率 5.5 个百分点。

我们预计，44.5 亿元定增将提升核心资本充足率 3.5 个百分点，25 亿元次级债将提高资本充足率约 2 个百分点，将能满足宁波行未来 3 年的高速扩张，摆脱资本金约束。与再融资的同业相比，宁波银行的定增和次级债实施难度相对较小。

看好经济复苏阶段的息差弹性和扩张弹性，维持评级“强烈推荐-A”。

充足的资本金和以产业经济为依托的零售业务模式，使宁波行在流动性偏紧时仍能较快扩张，同时息差弹性凸显。

不考虑配股，我们预计公司 2010 年-2011 年 EPS 分别为 0.87 元、1.12 元，对应的 BVPS 分别为 6.46 元、7.49 元，对应的动态 PE 和 PB 分别为 17.8 倍和 2.4 倍，预计配股后 10-11 年 EPS 为 0.75 元、1.05 元，BVPS 为 5.94 元、6.84 元。

宁波行的估值一直保持在较高水平，市场对宁波行盈利模型的空间较为认可，我们按动态 20 倍-22 倍 PE，给予六个月目标价为 17.4-19.2 元。目前是宁波行扩张弹性和息差弹性最为敏感的阶段，维持评级“强烈推荐-A”，建议买入，但需要密切关注经济周期变动中资产质量的变化。

表 7：宁波银行财务预测表

利润简表	2008	2009E	2010E	2011E	利润表假设	2008	2009E	2010E	2011E
利息净收入	28.9	35.5	58.3	86.1	利息净收入增速	40.2%	22.9%	64.1%	47.7%
中间业务净收入	3.8	4.5	4.9	5.9	中间业务收入增速	123.0%	21.4%	10.0%	20.0%
营业收入	34.0	41.8	64.9	93.7	中间业务收入占比	15.1%	14.9%	10.2%	8.1%
业务及管理费	-13.7	-17.3	-27.9	-40.3	成本收入比	40.2%	41.4%	43.0%	43.0%
拨备前利润	17.8	21.7	33.1	47.7	有效税率	12.6%	16.7%	15.0%	18.0%
拨备支出	-2.6	-4.2	-7.5	-10.7	存贷利差	5.96%	4.73%	6.00%	6.20%
总利润	15.2	17.5	25.6	37.1	债券平均收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税	-1.9	-2.9	-3.8	-6.7	净利差	3.16%	2.66%	3.07%	3.31%
净利润	13.3	14.6	21.7	30.4	净息差	3.42%	2.77%	3.20%	3.45%
资产质量	2008	2009E	2010E	2011E	重要指标	2008	2009E	2010E	2011E
不良贷款率	0.92%	0.79%	0.89%	1.06%	ROAA	1.49%	1.09%	1.11%	1.14%
拨备覆盖率	152.50%	170.06%	175.37%	165.14%	ROAE	15.8%	15.7%	16.2%	16.5%
不良贷款余额	4.53	6.45	10.54	17.66	资本充足率	16.2%	10.8%	18.5%	16.8%
不良贷款形成率	0.98%	0.42%	0.50%	0.60%	核心资本充足率	14.6%	9.6%	13.4%	12.7%
信贷成本	0.60%	0.64%	0.75%	0.75%	EPS	0.53	0.58	0.87	1.22
贷款准备/贷款余额	1.40%	1.34%	1.56%	1.75%	BVPS	3.52	3.90	6.46	7.49
拨备/拨备前利润	14.42%	19.42%	22.75%	22.38%	PE	29.0	26.5	17.8	12.7
净利润增速	40.06%	9.43%	48.99%	39.93%	PB	4.39	3.96	2.39	2.06

资料来源：公司报表、招商证券。单位：亿元或元/股

备注：估值基准日为 2010/04/12

参考报告:

- 1、《银行业深度研究报告（一）—转型的理想和工具化的使命》2010/2/24。提出中国银行业历史性的定位和职能。
- 2、《成都地区金融草根调研报告：资金紧张，银行定价提高；中西部战略效果显现》2010/03/24。对成都周边地产、银行、商贸等企业进行调研，挖掘中西部金融机会。

分析师简介

王倩: 招商证券研发中心银行业高级研究员，复旦大学金融学硕士，2010 年 1 月加入招商证券，从事银行业研究四年，银行战略规划一年，2009 年第七届新财富“银行业最佳分析师”团队第五。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。