

推荐 (维持)

等待号角全面吹响

2010年6月10日

银行业2010年中期投资策略

上证指数

2584

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	14	0.9
总市值 (亿元)	37908	18.7
流通市值 (亿元)	28621	21.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.0	-17.7	2.9
相对表现	-3.0	4.0	9.0



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

王倩

021-68407902

wangqian@cmschina.com.cn

S1090210040002

盈利趋势仍然向好，下半年流动性降幅趋稳，估值下降空间十分有限，等待政策全面转暖的号角全面吹响，维持“推荐”评级。

- **三季度关注经济回落，四季度或政策全面转暖，给板块带来机会。**上半年，银行业始终位于宏观调控的核心影响圈内，政策变化对银行股的影响和敏感度大于其他行业，银行既是调控工具，也是调控结果的分担（分享）者。我们认为，地产调控的延续下，三季度经济回落的风险加大，四季度政策或将出现全面转暖，给银行股带来较为明显的机会。
- **流动性整体降幅趋稳，估值下降空间不大，但波动加剧。**“剪刀差”指标出现好转迹象，公开市场有效对冲流动性，银行此轮融资方案以及农行 IPO 基本确定，市场预期稳定，流动性整体降幅趋缓，目前板块估值已达到历史低点，融资实施后将进一步摊薄，未来下降空间十分有限。三季度事件较多，将加剧流动性波动。
- **盈利趋势仍向上，经济趋势影响信贷成本。**一季报业绩延续上升态势，净息差明显回升，但下半年提升幅度或将放缓。随着宏观经济不确定加大，信贷成本成为影响盈利的关键因素。如果今年银行的不良贷款生成率提升 2 个百分点，预计年底不良率为 3.3%，净利润增速下降 3.5 个百分点。
- **维持前期盈利预测。**在全年经济仍能“保八”的前提下，我们暂时维持前期假设和盈利预测，预计 2010 年 14 家上市银行业绩同比增长 26.5%，2011 年净利润增速将达到 22.6%，两年业绩复合增速 24.8%。
- **维持“推荐”行业评级。**在房地产严控的基调下，宏观经济或面临重大挑战，三季度的政策变化将是决定性因素。我们认为，在目前政策基调下，下半年盈利增长较优的银行板块仍将有相对收益，而在政策全面转暖后，银行板块将率先出现估值修复，维持“推荐”的行业评级，建议持有，等待政策转暖号角吹响。看好高安全边际下的敏感型中小银行，推荐兴业、浦发。
- **风险因素。**主要来自超预期调控政策以及宏观经济出现较明显的回落。

重点公司主要财务指标

公司	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	10PB	评级
兴业	24.12	1.90	2.22	3.02	10.88	7.98	1.54	强烈推荐-A
北京	12.50	0.87	0.90	1.20	13.82	10.38	1.79	强烈推荐-A
宁波	11.47	0.53	0.58	0.87	19.67	13.23	1.78	强烈推荐-A
招商	13.03	0.97	0.85	1.17	15.42	11.15	2.11	审慎推荐-A
浦发	18.50	1.09	1.15	1.55	16.07	11.93	1.71	审慎推荐-A
民生	6.35	0.35	0.54	0.52	11.68	12.32	1.45	审慎推荐-A
深发	17.67	0.20	1.62	2.12	10.91	8.34	1.48	审慎推荐-A
工行	4.20	0.33	0.39	0.47	10.85	8.85	1.79	审慎推荐-A
交行	6.38	0.58	0.62	0.81	10.35	7.89	1.37	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、被打断的二季度行情.....	4
1、调控重心从“控总量”转到“调结构”.....	4
2、房产调控影响深远，政策全面转暖或在四季度.....	6
二、流动性整体降幅趋稳，估值下降空间有限.....	8
1、流动性降幅趋稳，等待政策刺激.....	8
(1) 从担心通胀到关注经济回落，等待政策刺激.....	8
(2) 公开市场操作对冲流动性紧缺.....	10
(3) 此轮银行融资规模和方案基本尘埃落定.....	11
2、流动性情况波动加大，但估值下降空间有限.....	12
三、盈利趋势仍向上，但不确定性加大.....	13
1、一季报业绩延续提升趋势.....	13
2、净息差仍将提升，但幅度或放缓.....	16
3、信贷成本将是敏感因素.....	17
4、维持盈利预测，未来两年复合增速 24.8%.....	18
四、策略：等待政策转暖号角.....	19

图表目录

图 1: 银行板整体上半年略跑赢大盘, 二季度表现优于一季度 (2010.1.1 至今) ...	4
图 2: 今年以来国有银行股 A-H 溢价率变化	5
图 3: 今年以来股份制银行 A-H 溢价率变化	5
图 4: 香港银行业和大盘相对走势	6
图 5: 美国银行业和大盘相对走势	6
图 6: 货币供应量同比增速	8
图 7: 本外币存贷款同比增速	8
图 8: 流动性“剪刀差”指标	8
图 9: 经济周期与调控政策相机抉择	9
图 10: 存款回流明显, 信贷投放同比下降	9
图 11: 年初至今公开市场操作的投放和回笼	10
图 12: 银行间 7 天质押式回购利率和 3 个月央票利率	10
图 13: 上市银行指数 PB 和相对大盘溢价率变化	12
图 14: 上市银行指数 PE 和相对大盘溢价率变化	12
图 15: 上市银行规模增速持续放缓	13
图 16: 上市银行收入和利润增速持续提升	13
图 17: 上市银行加权平均净息差 (NIM) 和净利差 (Spread) 继续回升	14
图 18: 信贷成本和拨备/拨备前利润比例持续下降	14
图 19: 成本收入比同比下降, 有效税率同比持平	15
图 20: 各类贷款平均利率趋势	16
图 21: 银行贷款定价结构变化	16
图 22: 银行行业历史 PEBand	20
图 23: 银行行业历史 PBBand	20
表 1: A 股上市银行绝对和相对收益排序	5
表 2: 年初至今相关政策及调控汇总	6
表 3: 上市银行资本补充预测和效果 (亿元、%)	11
表 4: 上市银行及农业银行融资计划汇总	11
表 5: 主要股份制银行一季报财务数据比较 (亿元、%)	15
表 6: 上市银行资产质量敏感性分析 (以 2010 年底为基准)	17
表 7: 上市银行净利润和净资产预测	18
表 8: 上市银行盈利预测与估值表	19

一、被打断的二季度行情

1、调控重心从“控总量”转到“调结构”

上半年，银行业始终位于宏观调控的核心影响圈内。正如我们强调的，政策变化对银行股的影响和敏感度大于其他行业，银行既是调控工具，也是调控结果的分担（分享）者。

上半年银行股整体走势略跑赢大盘，一季度略输大盘，二季度略赢大盘，虽然符合我们前期先跌后涨的趋势判断，但由于房地产远超预期的调控政策，银行股回升进程被打断。

一季度，银行业受到的影响主要来自直接调控：**收紧信贷额度、回收市场流动性、强化行业法规标准**等直接调控。流动性收紧，使得银行估值在低位继续下滑，银行股指数整体略输大盘。

二季度，银行业受到的主要压力则来自4月份中旬所启动的**新一轮房地产严控政策**带来的间接影响。出于经济转型和控制通胀的诉求，此次房地产调控异常严厉。虽然，从财务上分析，提高房地产信贷的利率以及降低地产金融的杠杆度，均将对银行的盈利产生正面影响；但，由于房地产在现阶段中国经济发展中“提纲挈领”的地位和作用，地产调控带来的地产景气下滑预期，加大了对宏观经济回落的担忧，银行信贷成本预期恶化，银行股率先大幅下跌。

一季度调控侧重“**控总量**”，二季度的调控则表现了明显的“**调结构**”特征，严控地产和放开民间资本的新“36条”，成为一枚硬币的两面，投资仍然是经济增长的关键引擎，而削弱房地产行业拉动力，需要提升其他行业的贡献度，才能维持增长的平稳。

图1：银行板整体上半年略跑赢大盘，二季度表现优于一季度（2010.1.1至今）



资料来源: wind, 招商证券研发中心

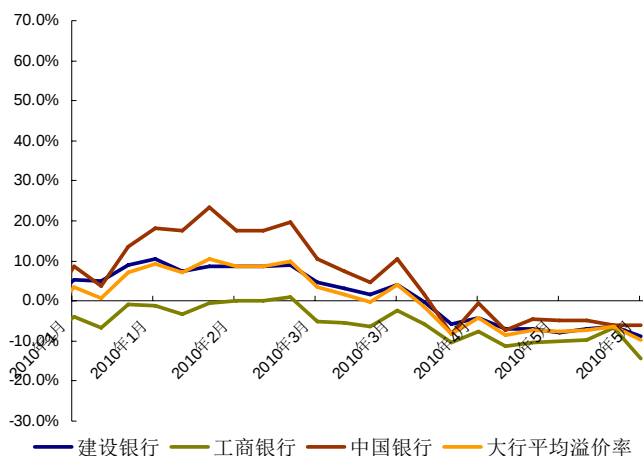
注: ★上调存款准备金率 ★ 信贷额度控制的窗口指导 ★ 紧缩性政策表态 ★ 暖性政策表态

表 1: A 股上市银行绝对和相对收益排序

银行	年初至今		银行	一季度末至今	
	绝对收益 (%)	相对收益 (%)		绝对收益 (%)	相对收益 (%)
中国银行	-5.31	16.32	中国银行	-6.18	11.73
华夏银行	-13.29	8.34	工商银行	-12.44	5.46
浦发银行	-15.08	6.55	建设银行	-14.14	3.77
民生银行	-18.58	3.05	华夏银行	-15.73	2.18
工商银行	-19.20	2.43	民生银行	-17.44	0.47
建设银行	-20.52	1.11	浦发银行	-19.84	-1.94
招商银行	-23.26	-1.63	招商银行	-20.13	-2.23
深发展 A	-29.01	-7.38	交通银行	-21.00	-3.09
兴业银行	-29.41	-7.78	兴业银行	-23.66	-5.75
交通银行	-29.70	-8.07	北京银行	-24.94	-7.03
南京银行	-33.90	-12.27	深发展 A	-26.85	-8.94
北京银行	-34.33	-12.70	南京银行	-27.94	-10.04
宁波银行	-36.04	-14.41	中信银行	-30.52	-12.62
中信银行	-36.94	-15.31	宁波银行	-31.16	-13.25
申万银行业指数	-19.03			-14.15	
沪深 300	-24.98			-18.95	
上证指数	-23.11			-18.29	

资料来源: wind, 招商证券研发中心

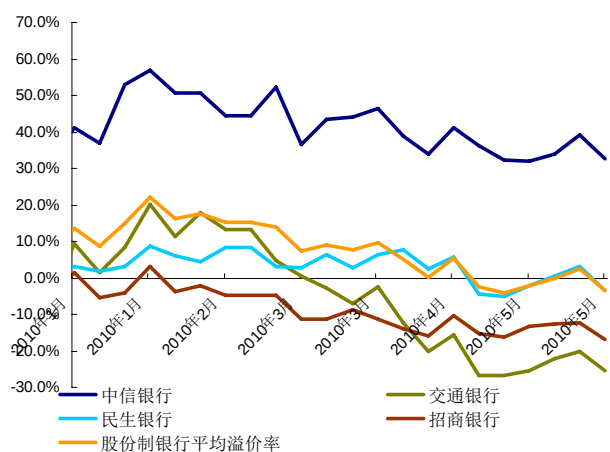
图 2: 今年以来国有银行股 A-H 溢价率变化



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

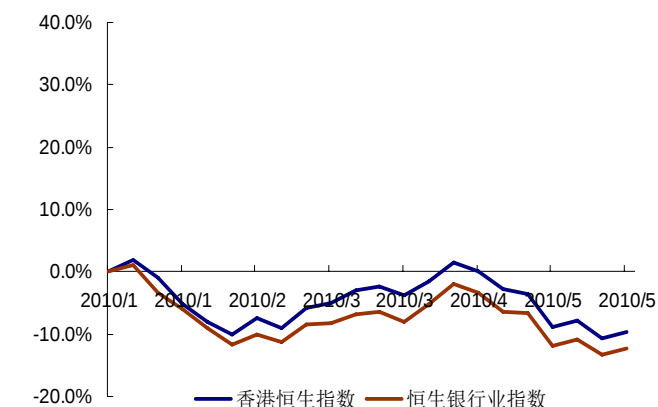
注: 溢价率=A 股价格*当天汇率/H 股价格-1, 下同

图 3: 今年以来股份制银行 A-H 溢价率变化



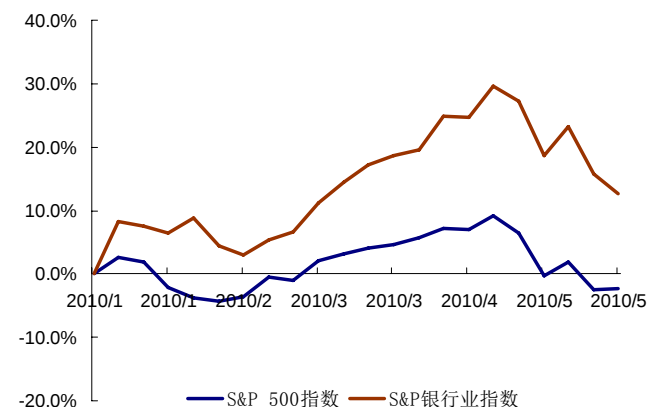
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 4：香港银行业和大盘相对走势



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 5：美国银行业和大盘相对走势



资料来源：彭博，招商证券研发中心

2、房产调控影响深远，政策全面转暖或在四季度

2010 年经济和政策均面临着复杂严峻的局面，上半年政策频出，其核心思路可以概括为“以信贷和税收为主要工具调整以房地产为支柱的二元经济结构”，在保增长的前提下，弱化房地产对经济的拉动贡献，以期给其他行业以更大的发展空间。

在目前的经济结构下，严控房地产将在短期内给投资和市场心理造成较大的冲击，经济短期回落的可能性加大，再加上三季度是银行融资的密集期，市场信心可能会持续低迷。在全年“保八”的逻辑下，四季度调控政策或将全面转暖。

下半年可能的情况有：

- （1）市场从严厉政策打击中逐渐恢复理性，“超调（overshooting）”后回归合理水平
- （2）房地产行业景气度下滑，将拖累经济增长，弱化加息预期，并加快调控方向转折的到来。

表 2：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	银监会主席刘明康表示，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
2010-3-14	周小川表示目前的物价和央行的预估结果相比，高得不多，央行货币政策还可以按照原计划来进行。加息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的有效对接，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
2010/4/14	国务院常务会议出台“国十条”要求：对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。	国务院、央行、银监会
2010/4/22	银监会：新的房贷政策以房屋数量来认定是否为第二套、第三套，同时，认定范围以家庭为单位。这与此前执行的二套房认定标准出现了根本性的变化。	银监会
2010/4/26	银监会要求各银行执行以房为线不以贷款为线；首付款比例动态、审慎管理，首套房首付比例不得低于三成，二套房不低于五成；各大中型银行要按季度开展房地产贷款压力测试工作，重点加强对高风险房地产开发企业和住房贷款借款人的风险管控	银监会
2010/5/4	央行从 2010 年 5 月 10 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，农村信用社、村镇银行暂不上调。	央行
2010/5/7	国务院提出银行融资规模的测算标准有五项，即今年贷款投放数量、现金分红率、维护国有控股地位、资本充足率不低于最低标准，以及考虑资本市场承受能力	国务院
2010/5/13	国务院发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(亦称“新 36 条”)：首次明确鼓励民营资本进入 6 大领域，尤其是石油、电信等垄断产业，还提出允许民营资本兴办金融机构。	国务院
2010/5/27	国务院批转发展改革委关于 2010 年深化经济体制改革重点工作意见的通知：出台资源税改革方案，统一内外资企业和个人城建税、教育费附加制度，逐步推进 房产税改革 。同时，央行银监会负责修订出台《贷款通则》，积极引导民间融资健康发展，加快发展多层次信贷市场，尽快出台存款保险制度实施方案，制定出台存款保险条例。	国务院、发改委、银监会
2010/5/31	要求各派出机构对节能减排和淘汰落后产能项目信贷和融资情况进行摸底排查，严格审核高耗能、高排放企业的融资申请，对产能过剩、落后产能以及节能减排控制行业，合理上收授信权限。	央行、银监会

资料来源：招商证券整理

二、流动性整体降幅趋稳，估值下降空间有限

1、流动性降幅趋稳，等待政策刺激

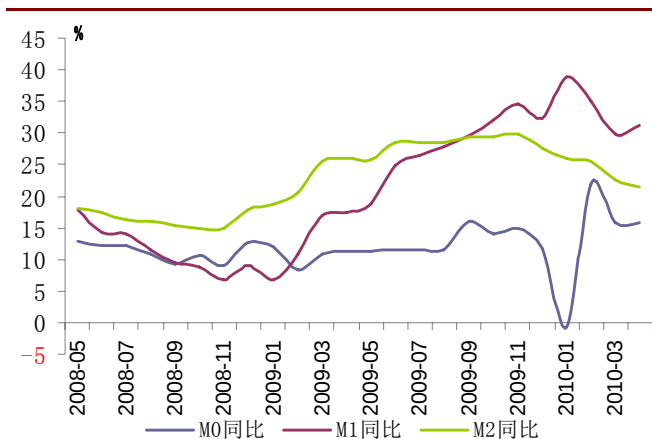
(1) 从担心通胀到关注经济回落，等待政策刺激

年初以来，在严厉的信贷控制等紧缩政策下，货币供应量增速和存贷款增速均进入明显下降阶段。

而从我们的“剪刀差”指标来看，流动性指标（现实购买力相对增速和银行释放资金相对增速）均已经历了快速下降的阶段，于4月出现了回升的迹象。

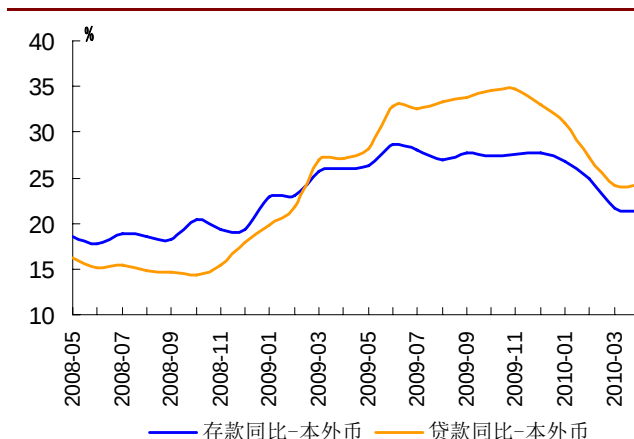
信贷剪刀差和货币剪刀差出现了明显的回升，表明在存贷款同时增长放缓和货币供应量整体下降的情况下，信贷控制较前期出现了相对放松迹象，同时现实购买力相对潜在购买力萎缩正在放缓。

图 6：货币供应量同比增速



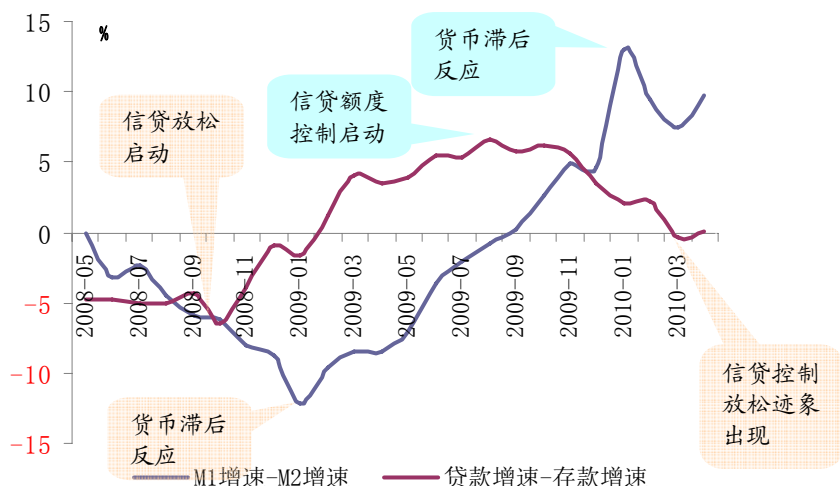
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 7：本外币存贷款同比增速



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 8：流动性“剪刀差”指标



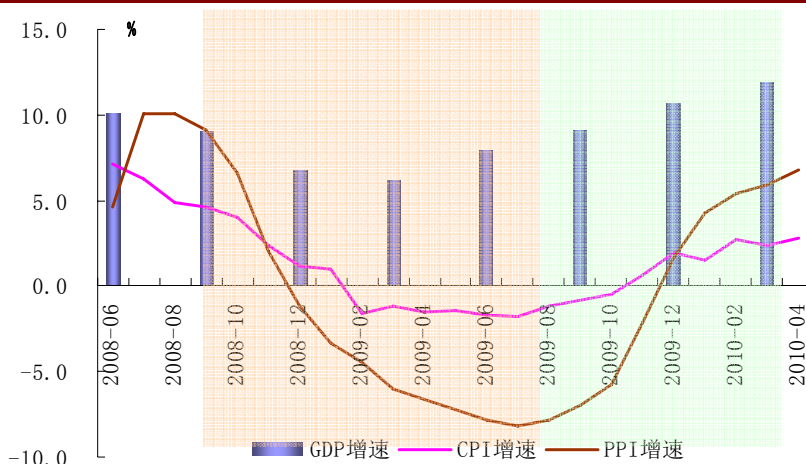
资料来源: wind, 招商证券研发中心

回顾过去两年的经济周期和调控时点,这是一条典型的“相机抉择”路径。08年三季度,在经济出现下滑态势的时候,以信贷放松为标志和工具,启动宽松货币信贷政策,在09年,以四万亿为代表的投资拉动计划,刺激经济进一步复苏,在一年的时间内,GDP增速和物价指数均即使触底回升,而在经济快速升温后,09年三季度开始,又以信贷控制为前锋,启动紧缩调控。

目前,GDP增速和物价指数均位于快速上升阶段,同时,相对流动性在货币和信贷增速全面下降的情况下出现放松。我们认为,紧缩调控的阶段性的目的已达到,下阶段对经济回落的担心将强化,刺激性政策或将出台。具体调控主要体现在:

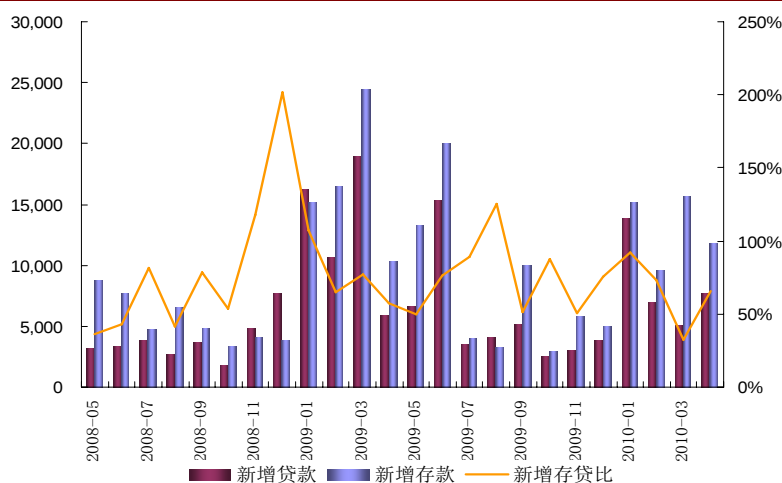
- 1、继续适度调控房地产、同时扶持其他产业
- 2、信贷额度控制将继续弱化、但强化对资金流向的监管
- 3、流动性进入稳定期、经济增速有所放缓

图 9: 经济周期与调控政策相机抉择



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 10: 存款回流明显, 信贷投放同比下降



资料来源: wind, 招商证券研发中心

单位: 亿元、%

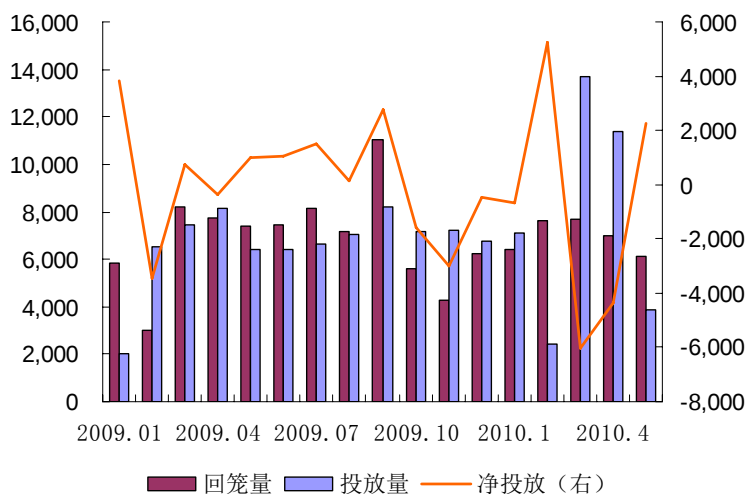
(2) 公开市场操作对冲流动性紧缺

在年初以来三次上调存款准备金率（1月、2月、5月），累积提高1.5个百分点。在公开市场上，央行在2月和5月分别释放5220亿元、2240亿元资金，对冲上调准备金率带来的资金紧张。银行间市场的7天质押式回购利率和3个月央票利率在近一年来整体基本稳定，在近期出现脉冲现象，主要原因是大行融资导致的资金面短期不平衡。

整体来看，央行上调准备金率旨在为前期的信贷额度控制施加硬约束，而并不希望银行间市场利率走高推升加息预期。

因此，我们认为，下阶段公开市场操作仍将是央行平衡资金面的有力工具，虽然或有脉冲式变化，但银行间市场资金面整体平稳，利率将保持基本稳定。

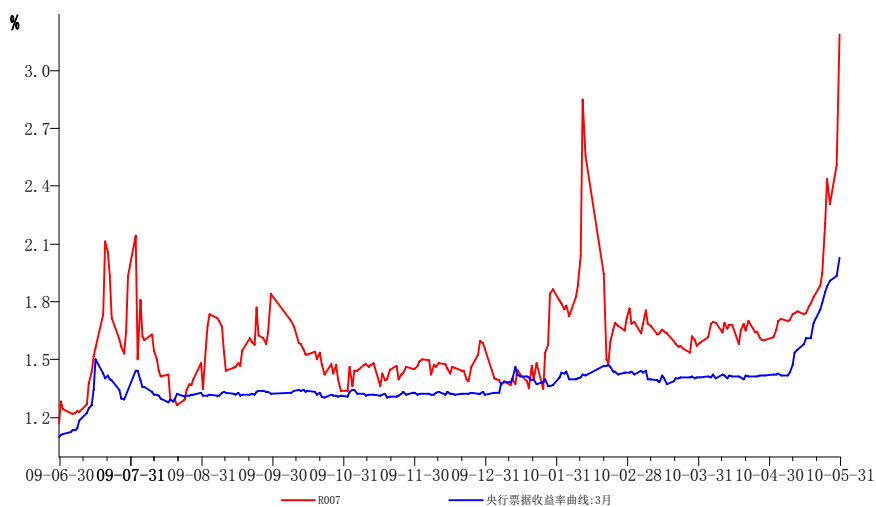
图 11：年初至今公开市场操作的投放和回笼



资料来源：wind，招商证券研发中心

单位：亿元

图 12：银行间 7 天质押式回购利率和 3 个月央票利率



资料来源：wind，招商证券研发中心

数据来源：Wind资讯 中国债券信息网

(3) 此轮银行融资规模和方案基本尘埃落定

去年下半年起,银监会开始加强资本规划和管理,各家银行均面临融资压力。截至 2010 年 6 月 6 日,14 家上市均已实施或公告计划实施股权或债权的资本补充方案,农业银行也已进入 IPO 程序。我们预计:

- 1、上市银行此轮融资总金额(包括去年民生 H 股 IPO)为 3950 亿元人民币左右,此外,农行 IPO 融资金额约为 1500-2000 亿元。
- 2、A 股市场合计融资金额预计 3000 亿元,已完成约 900 亿元,剩余 2100 亿元融资金额包括 700 亿元左右农行 IPO 融资、400 亿元左右的债权融资、以及 1000 亿元左右的配股和定向增发融资,无公开增发。
- 3、H 股市场融资金额约为 1650 亿元。

本轮融资将提高上市银行加权平均资本充足率 1.28 个百分点,但年底仍有个别银行资本充足率可能在 11%以下,如中信银行,但基本上本轮融资计划和规模均已尘埃落定。

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	330	24531	1.35	13.04
601998.SH	中信银行	9.17	10.14	165	13150	1.25	10.37
600036.SH	招商银行	6.63	10.45	223	14900	1.46	12.77
600016.SH	民生银行	8.92	10.83	58	12400	0.47	11.57
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	200	5180	2.43	12.60
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	12.33	14.35	100	3620	0.36	15.58
合计				3755	292707	1.28	12.88

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。

表 4: 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\$)		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	166 -	250 +500	董事会公告
建设银行	2010-4-30	A+H 配股, A 股不超过 6.3 亿股, H 股不超过 157.3 亿股, 融资总额不超过 750 亿					750	董事会公告
中国银行	2010-5-31	公告发行 400 亿可转债					400	已实施
交通银行	2010-5-29	A 股+H 股配股 共 73.49 亿股, 融资不超过 420 亿	4.5	38.89	5.11	34.6	330	证监会通过
中信	2010-6-2	发行 165 亿次级债					165	已实施

银行								
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
	2010-5-28	公告将发行 58 亿次级债					58	央行审核通过
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	董事会公告
兴业银行	2019-6-2	公告配股结果, 有效认购 9.92 亿股, 融资 178.64 亿	18.00	9.92			178.64	已实施
华夏银行	2010-5-6	定向增发 18.59 亿股, 筹资 208 亿	11.17	18.59			208	董事会公告
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	5.85			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
北京银行	2010-5-27	发行 100 亿元以内次级债和 200 亿元以内金融债。预计年内发行 100 亿元					300	股东大会通过
农业银行	预计三季度	A+H 同步 IPO, 预计规模 1500-2000 亿元左右					1750	新闻, 未证实
股权融资合计 (农行除外)		A: 总规模约为 1350 亿元, 已完成 350 亿元。	H: 总规模 1650 亿元, 已完成 300 亿元左右		Total: 总规模 3000 亿元左右, 已完成 650 亿元左右			
融资合计 (农行除外)		A: 总规模约 2300 亿元, 基本无公开增发, 以定增和配股为主, 已完成 900 亿元左右。	H: 总规模 1650 亿元, 已完成 300 亿元左右。		Total: 总规模 3950 左右, 已完成 1200 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

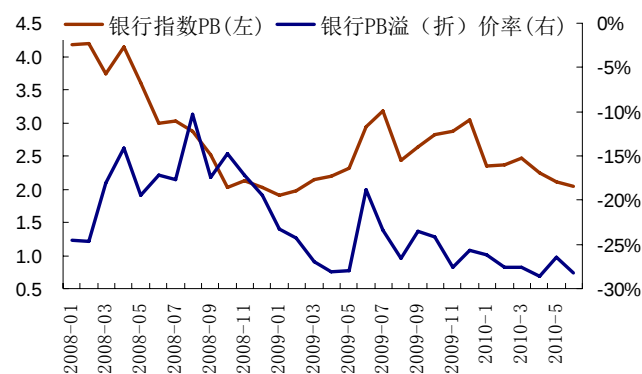
注: 蓝色字体为预测估计数。

2、流动性情况波动加大, 但估值下降空间有限

银行融资方案基本尘埃落定, A 股市场尚未完成的股权融资约为 1700 亿元, 预计三季度将是集中实施期, 尤其是农行上市, 市场流动性将出现更多的脉冲式震荡, 银行股难以出现持续的估值修复, 但目前估值水平已达历史低点, 融资摊薄后, 估值水平将创历史新低, 未来下降空间已然有限。

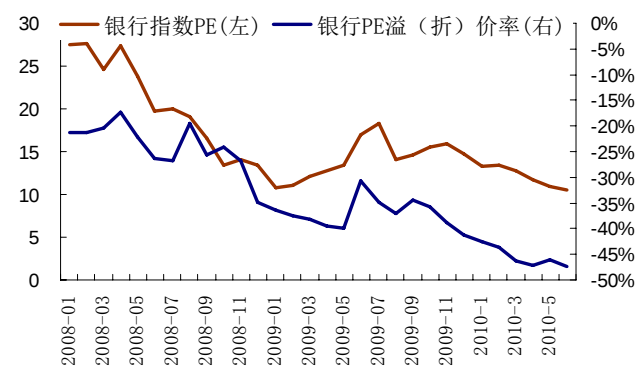
四季度, 政策很可能全面转暖, 信贷的再次放松将促使银行股估值出现明显修复阶段。

图 13: 上市银行指数 PB 和相对大盘溢价率变化



资料来源: wind、招商证券研发中心

图 14: 上市银行指数 PE 和相对大盘溢价率变化



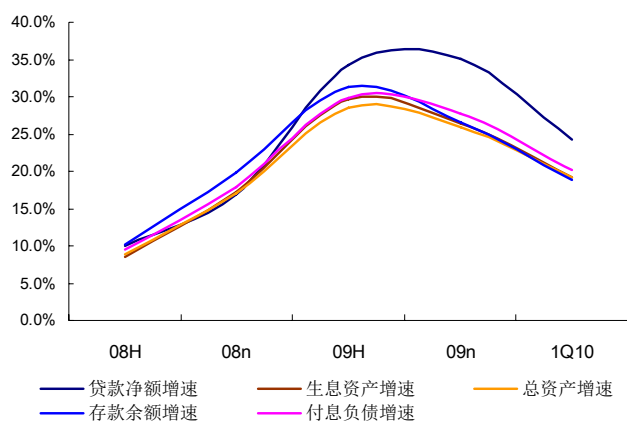
三、盈利趋势仍向上，但不确定性加大

1、一季报业绩延续提升趋势

自 09 年下半年开始，银行面临量控价升的情况，规模扩张减速，收入和利润则出现明显回升的趋势。今年一季报延续了这种趋势：

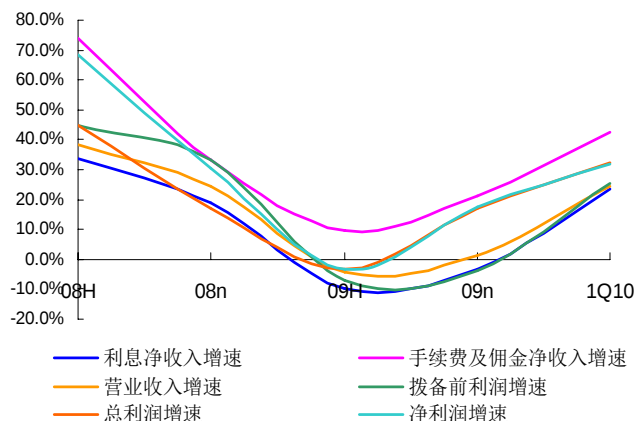
- (1) 一季度上市银行整体利息净收入同比增长 23%，营业收入同比增长 25%，拨备前利润同比增长 25%，净利润同比增长 32%，自 09 年中期最低点持续提高。
- (2) 一季末上市银行总贷款同比增长 24%，生息资产同比增长 19%，总资产同比增长 19%，规模扩张速度自 09 年中期高点持续下降。
- (3) 一季度上市银行加权平均净息差为 2.30%，回到 09 年一季度水平，较 09 年全年净息差提升 15 个基点。
- (4) 一季度上市银行加权平均信贷成本为 0.40%，同比下降 19 个基点，较 09 年全年信贷成本下降 3 个基点，延续持续下降的趋势。拨备/拨备前利润比例为 11.33%，同比下降 4.6 个百分点，较 09 年全年下降 3 个百分点。
- (5) 一季度上市银行加权平均成本收入比和有效税率分别为 29.7%、22.9%，同比基本持平。

图 15：上市银行规模增速持续放缓



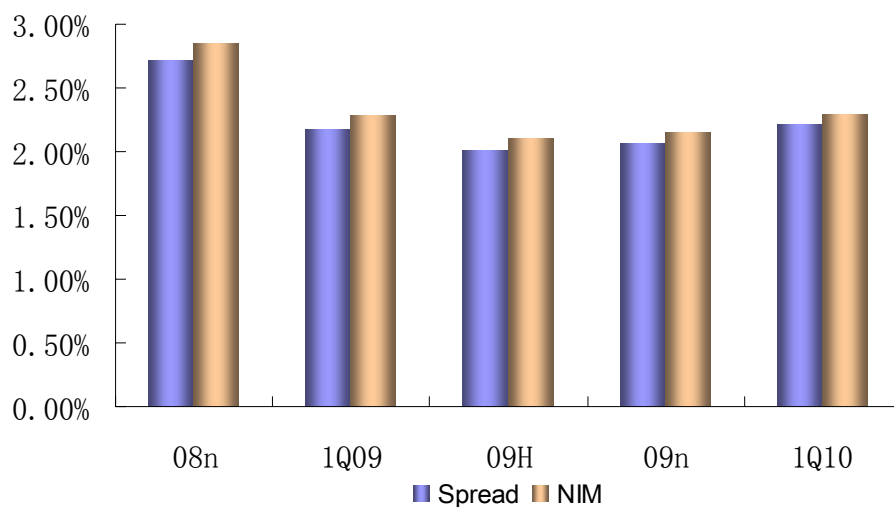
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 16：上市银行收入和利润增速持续提升



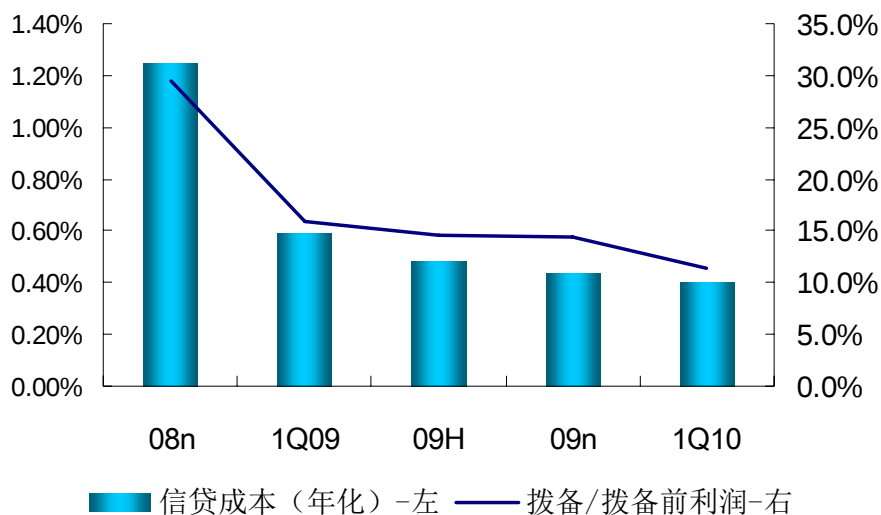
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 17：上市银行加权平均净息差（NIM）和净利差（Spread）继续回升



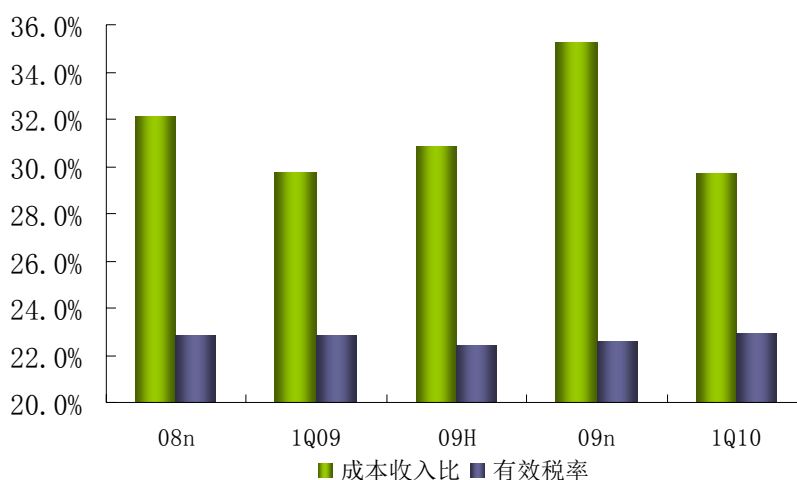
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 18：信贷成本和拨备/拨备前利润比例持续下降



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 19：成本收入比同比下降，有效税率同比持平



资料来源：wind，招商证券研发中心

表 5：主要股份制银行一季报财务数据比较（亿元、%）

项目	宁波	民生	浦发	深发展	北京	兴业	招行
贷款增速	63.22%	26.25%	18.38%	17.39%	37.44%	27.93%	30.59%
存款增速	36.45%	21.56%	20.43%	16.71%	41.27%	28.51%	13.44%
利息净收入增速	52.78%	47.86%	34.43%	9.41%	27.48%	41.94%	31.99%
营业收入增速	38.62%	41.35%	35.54%	8.58%	34.28%	42.80%	31.79%
拨备前利润增速	49.59%	46.28%	16.84%	4.42%	26.58%	48.82%	49.20%
总利润增速	52.74%	69.55%	38.79%	32.71%	34.95%	42.11%	40.96%
净利润增速	40.66%	71.66%	38.70%	42.19%	39.32%	38.70%	40.42%
NIM	2.72%	2.83%	2.38%	2.42%	2.36%	2.49%	2.37%
环比变化	-0.17%	0.07%	-0.01%	-0.03%	0.02%	0.02%	0.12%
同比变化	-0.21%	0.34%	0.30%	-0.28%	-0.02%	0.10%	0.08%
较去年全年变化	-0.06%	0.25%	0.08%	-0.05%	0.05%	0.15%	0.13%
成本收入比	41.08%	38.25%	35.11%	41.25%	22.53%	30.97%	35.09%
同比变化	-5.79%	-2.05%	10.01%	2.28%	3.98%	-2.56%	-6.77%
有效税率	19.94%	23.68%	23.54%	20.98%	21.93%	23.03%	22.73%
同比变化	6.87%	-0.94%	0.05%	-5.27%	-2.44%	1.89%	0.29%
不良贷款余额	6.18	74.55	69.82	23.3	23.89	39.46	90.3
不良率	0.71%	0.80%	0.71%	0.63%	0.82%	0.53%	0.75%
拨备覆盖率	187.47%	219.05%	273.63%	187.53%	246.70%	261.39%	278.84%
信贷成本	0.07%	0.14%	0.09%	0.03%	-0.06%	0.10%	0.13%
贷款准备/贷款余额	1.32%	1.74%	1.93%	1.17%	2.01%	1.38%	1.98%

资料来源：公司定期报告，招商证券研发中心

2、净息差仍将提升，但幅度或放缓

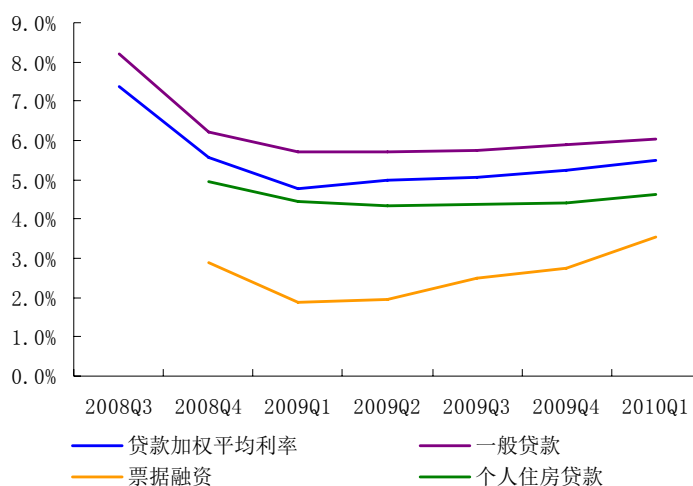
一季度，上市银行加权平均净息差为 2.30%，较 09 年全年净息差提升 15 个基点，预计二季度净息差在一季度基础上将继续提升 5-10 个基点。

一季度银行净息差提升的动力主要来自贷款定价能力的提升，一季度基准利率上浮比例达到 41%，较 09 年四季度提升 4.5 个百分点，其中基准上浮 30% 以内比例提升了 2.6 个百分点、基准上浮 100% 以上比例提升 1 个百分点至 4.45%，呈现两头高的特点。

由于房地产超预期调控加大了经济回落的风险，我们认为，下半年加息预期将有所弱化、总需求扩大动力或放缓，银行定价能力提升有限。

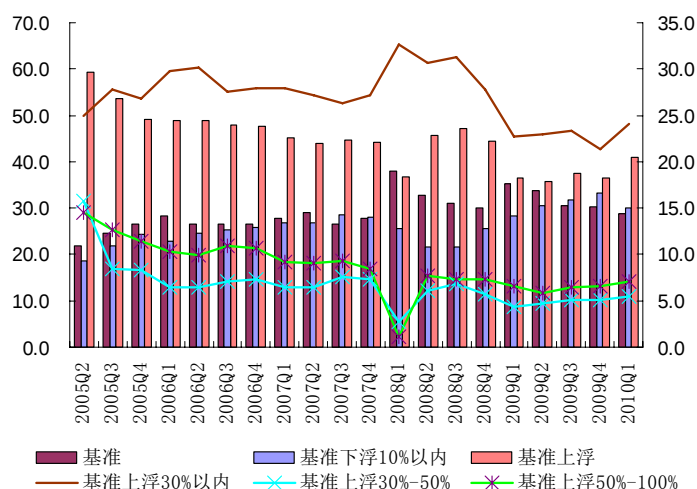
我们预计，下半年银行净息差将提升 5-10 个基点，在不加息的情况下全年银行业平均净息差提升约 25 个基点，加息的情况全年银行业平均净息差提升 30-40 个基点。

图 10：各类贷款平均利率趋势



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 21：银行贷款定价结构变化



资料来源：人民银行，招商证券研发中心

3、信贷成本将是敏感因素

我们对上市银行 2010 年底资产质量进行了敏感性分析。按照我们的标准预期，2010 年底上市银行不良率为 1.67%，拨备覆盖率达到 150%，全年不良贷款生成率为 0.74%，信贷成本 0.76%，净利润同比增长 26.5%。

假设宏观经济回落风险加大，银行不良贷款生成率提升，不良率上升，在保持拨备覆盖率的情况下，净利润增速将会有所下调，信贷成本将是盈利的敏感因素。

目前，我们预计 2010 年底银行的不良贷款率为 1.67%，不良生成率为 0.74%，当不良生成率分别上升 1%、2%、3%、4%的情况下，拨备覆盖率为 150%的情况下，净利润增速自 26.5%下调至 24.8%、23.0%、21.4%、19.7%。

表 6：上市银行资产质量敏感性分析（以 2010 年底为基准）

净利润增速			拨备覆盖率	
			100%	150%
标准预期	不良贷款生成率 0.74%	不良率为 1.67%		26.50%
情景 1	不良贷款生成率+1%	不良率 2.47%	26.50%	24.80%
情景 2	不良贷款生成率+2%	不良率 3.27%	25.44%	23.08%
情景 3	不良贷款生成率+3%	不良率 4.07%	24.30%	21.43%
情景 4	不良贷款生成率+4%	不良率 4.87%	23.15%	19.70%
信贷成本			拨备覆盖率	
			100%	150%
标准预期	不良贷款生成率 0.74%	不良率为 1.67%		0.76%
情景 1	不良贷款生成率+1%	不良率 2.47%	0.76%	2.10%
情景 2	不良贷款生成率+2%	不良率 3.27%	1.60%	3.45%
情景 3	不良贷款生成率+3%	不良率 4.07%	2.50%	4.75%
情景 4	不良贷款生成率+4%	不良率 4.87%	3.40%	6.10%

资料来源：人民银行，招商证券研发中心

注：不良贷款生成率=当年不良贷款新增额/年初贷款余额

4、维持盈利预测，未来两年复合增速 24.8%

在全年经济仍能“保八”的前提下，我们暂时维持前期假设和盈利预测，预计 2010 年：

- (1) 行业平均贷款增速为 24 %
- (2) 净息差将持续回升，较 09 年全年提升 30-40 个基点（假设加息一次）
- (3) 信贷成本有所上升，较 09 年提升 24 个基点至 0.76%
- (4) 成本收入比和有效税率稳定

预计，2010 年 14 家上市银行实现净利润 5600 亿元左右，业绩同比增长 26.5%，预计 14 家上市银行 2011 年净利润增速将达到 22.6%，两年业绩复合增速 24.8%。

表 7：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	35.57%	16.37%	22.58%	20.41%
中行	853	5150	1066	6109	1306	7285	4.93%	31.16%	24.88%	22.55%
建行	1068	5555	1374	6516	1700	7707	33.99%	15.32%	28.57%	23.79%
交行	302	1638	396	2375	476	2756	38.17%	5.93%	31.07%	20.14%
招商	193	969	256	1378	323	1668	37.41%	-12.94%	38.23%	25.55%
中信	143	1068	188	1218	235	1406	60.68%	7.20%	31.77%	25.01%
浦发	132	680	178	1240	229	1445	127.61%	5.59%	34.69%	28.44%
民生	112	904	135	1012	170	1148	24.59%	53.40%	-5.23%	25.24%
兴业	133	596	181	939	221	1137	32.60%	16.66%	36.32%	21.72%
华夏	38	302	50	347	61	402	46.15%	22.45%	32.33%	21.64%
深发展	50	205	66	371	83	449	-76.83%	719.25%	30.81%	25.87%
南京	15	120	23	141	28	166	60.10%	6.07%	48.32%	21.58%
宁波	15	97	22	161	30	187	40.02%	9.44%	48.68%	39.92%
北京	58	384	78	446	96	523	61.78%	3.99%	33.13%	24.30%
国有银行	3517	19082	4421	22850	5392	26932	27.20%	18.28%	25.69%	21.95%
股份制银行	801	4723	1055	6504	1320	7656	43.20%	14.58%	28.84%	25.08%
城商行	88	602	122	749	154	876	57.51%	5.25%	38.47%	26.61%
银行合计	4406	24407	5598	30102	6866	35465	30.46%	17.31%	26.51%	22.63%

资料来源：银行公告，招商证券研发中心。

单位：亿元、%

四、策略：等待政策转暖号角

在房地产严控的基调下，宏观经济或面临重大挑战，第三季度的政策变化将是决定性因素，不仅影响市场信心和流动性状况，也将通过总需求，决定银行资产质量和息差水平的变化。

我们认为，在目前政策基调下，下半年盈利增长较优的银行板块仍将有相对收益，而在政策全面转暖后，银行板块将率先出现估值修复，因此，维持“推荐”的行业评级，建议持有，等待政策转暖号角吹响。

我们看好高安全边际下的敏感型中小银行，推荐兴业、浦发。

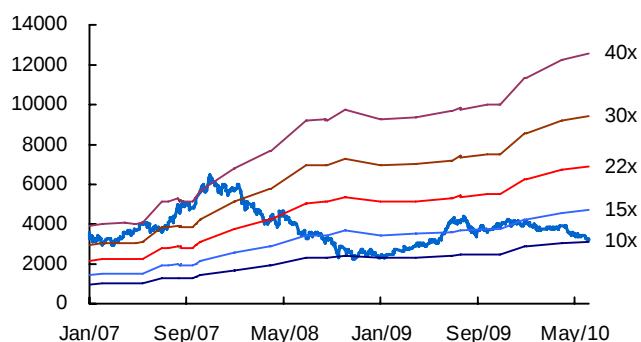
风险因素主要来自超预期调控政策以及宏观经济出现较明显的回落。

表 8：上市银行盈利预测与估值表

股票简称	2009				2010E				2011E			
	EPS	BVPS	PE	PB	EPS	BVPS	PE	PB	EPS	BVPS	PE	PB
工行	0.39	2.02	10.85	2.08	0.47	2.35	8.85	1.79	0.57	2.75	7.35	1.53
中行	0.34	2.03	10.80	1.79	0.40	2.39	9.08	1.52	0.46	2.81	7.82	1.29
建行	0.46	2.38	10.56	2.03	0.59	2.79	8.22	1.73	0.73	3.30	6.64	1.46
交行	0.62	3.34	10.35	1.91	0.81	4.66	7.89	1.37	0.97	5.44	6.57	1.17
招商	0.85	4.30	15.42	3.03	1.17	6.17	11.15	2.11	1.47	7.49	8.88	1.74
中信	0.37	2.63	14.77	2.09	0.48	3.02	11.37	1.82	0.61	3.51	9.02	1.57
浦发	1.15	5.92	16.07	3.13	1.55	10.80	11.93	1.71	1.99	12.59	9.29	1.47
民生	0.54	3.95	11.68	1.61	0.52	4.37	12.32	1.45	0.65	4.88	9.84	1.30
兴业	2.22	9.95	10.88	2.43	3.02	15.67	7.98	1.54	3.68	18.98	6.56	1.27
华夏	0.75	6.06	14.63	1.82	1.00	6.96	11.05	1.58	1.21	8.05	9.09	1.37
深发展	1.62	6.59	10.91	2.68	2.12	11.93	8.34	1.48	2.67	14.46	6.62	1.22
南京	0.65	5.04	16.43	2.11	0.96	5.91	11.08	1.80	1.17	6.96	9.11	1.53
宁波	0.58	3.90	19.67	2.94	0.87	6.46	13.23	1.78	1.21	7.49	9.46	1.53
北京	0.90	6.03	13.82	2.07	1.20	6.99	10.38	1.79	1.50	8.19	8.35	1.53
国有银行平均			10.64	1.95			8.51	1.60			7.09	1.36
股份制银行平均			13.48	2.40			10.59	1.67			8.47	1.42
城商行平均			16.64	2.37			11.56	1.79			8.97	1.53
银行平均			13.35	2.27			10.21	1.68			8.19	1.43

资料来源：银行公告，招商证券研发中心。估值基准日为 2010/6/9

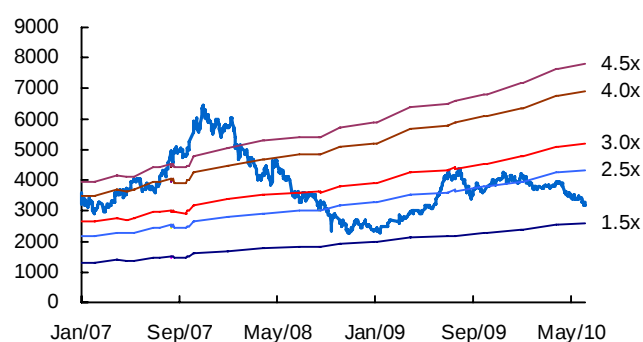
图 22：银行业历史PEBand



资料来源：招商证券研发中心

注：行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；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；行业净资产为对应时点行业净资产总和。

图 23：银行业历史PBBand



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。

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。

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

免责条款

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。