



业绩增长稳定，估值期待回归——银行业 2010年中期投资策略

报告日期：2010年7月7日

金融行业研究员

李海燕

执业证书编号：S0990200010017

Email: lihy@vsn.com

行业评级：

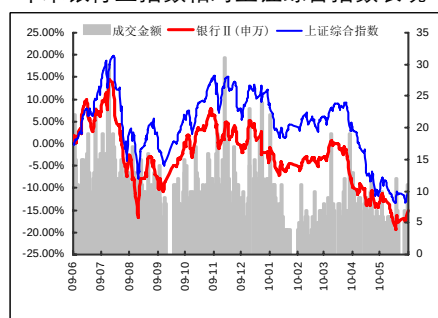
银行业 谨慎推荐

重点公司评级：

工商银行	增持
建设银行	增持
招商银行	买入
浦发银行	增持
深发展	增持
民生银行	增持
兴业银行	增持
华夏银行	增持
北京银行	买入
中信银行	买入

行业指数走势

1年来银行业指数相对上证综合指数表现



1季度业绩将大幅度增长——银行业二季度投资策略 2010年4月8日

经济复苏基本确立，净息差回升利于业绩——银行业2010年投资策略

经济复苏预期提升银行估值水平

——银行业2009年四季度投资策略

2009年6月24日

景气度下滑，低估值区凸现

——银行业2009年度投资策略分析报告

2009年1月16日

银行业一业绩增长稳定、宏观环境堪忧

2008年5月26日

报告概要：

- ✧ 2010 年货币政策调控方面，主要运用信贷额度控制、上调存款准备金率、以及公开市场操作等工具进行操作回收流动性。一季度 GDP 增速达到了 11.9%，但随着货币政策收紧、其他产业政策等宏观调控的实施，以及欧洲债务危机对出口的影响，预计经济增速在二、三季度将有所回落。
- ✧ 2010 年商业银行在保持规模增长、资产质量基本稳定的情况下，净利差和净息差将成为影响全年业绩的关键。即便考虑到不良和拨备可能增加，我们预计 2010 年银行业净利润增速仍可达 18% 的较高水平。
- ✧ 贷款规模稳健增长，但贷款规模扩张有限；2 季度净息差可能保持平稳，下半年净息差仍将缓慢上行，全年有望回升 10bp，但净息差进一步扩大空间有限；非息收入增长持续较快增长。即便考虑到不良和拨备可能增加，我们预计 2010 年银行业净利润增速仍可达 18% 的较高水平。
- ✧ 下半年银行股上行的契机。主要在于对目前悲观预期的修正政策调控力度的放松等：（1）房地产调控政策趋于明朗；（2）地方政府融资平台贷款清查结果好于预期；（3）农行挂牌上市；（4）人民币汇率升值；（5）政策调控力度放松。
- ✧ 银行股估值安全边际较大，继续下跌空间有限。股份制商业银行的 10 年动态 PE 和 PB 分别为 10.40 倍和 1.86 倍，城市商业银行的 10 年动态 PE 和 PB 分别为 12.98 倍和 1.86 倍，国有银行的 10 年动态 PE 和 PB 分别为 8.90 倍和 1.65 倍。银行板块市盈率和市净率为 10.4 倍和 1.8 倍，与大盘相比存在明显折价，随着短期政策风险的逐步释放，银行股已具备了较高的安全边际，估值吸引力增强。
- ✧ 尽管估值水平较低，但是由于缺少大幅提升银行业绩的驱动因素。我们继续维持对银行业的谨慎推荐评级。考虑到流动性减少和融资压力依然存在，建议短期中配银行即可。因此，股本较小，流动性较好、波动幅度较大的股份制银行和城商行是较好的选择。
- ✧ 重点公司：中小银行中资产质量优异的浦发银行（600000），以及地方政府融资平台贷款占比低、风险控制能力强的北京银行（601169），地方政府融资平台比重小、房地产贷款尤其是开发贷款比重较小的招商银行（600036）和中信银行（600015）；国有大型银行中经营稳健、存贷比低的工商银行（601398）、建设银行（601939）仍是较好的防御品种。
- ✧ 风险因素：（1）信贷规模调控基调的转变，如信贷规模增速大幅趋缓，则不仅银行收入增长放缓，更可能引发贷款质量问题，从而影响银行的盈利能力；（2）房地产调控引发房价大幅下跌，地方政府融资平台贷款风险超预期，导致银行不良资产大量增加；（3）加息如息差扩大低于预期或缩窄息差，则影响银行盈利能力；（4）监管环境依然趋紧，如资本充足率、存贷比、拨备充足率等监管指标有硬性要求；（5）银行再融资压力仍然存在等，都将给银行业带来一定负面影响。引发贷款质量问题，从而大幅影响银行的盈利能力。

一、宏观经济增速放缓

1、经济下行压力渐增

2009年为防止金融危机冲击下经济增速大幅下滑，我国实施了宽松的货币政策和积极的财政政策，投放的天量信贷和增加的流动性实现了“保增长”的目标。但与此同时，通胀压力、产能过剩、结构失衡、资产价格上涨过快等问题逐步显现。今年的宏观调控更注重在经济增长和减轻通胀压力、调结构之间取得平衡，今年货币政策等宏观调控正逐步回归常态。

2010年货币政策调控方面，主要运用信贷额度控制、上调存款准备金率、以及公开市场操作等工具进行操作回收流动性。一季度GDP增速达到了11.9%，但随着货币政策收紧、其他产业政策等宏观调控的实施，以及欧洲债务危机对出口的影响，预计经济增速在二、三季度将有所回落。

目前5月份固定资产投资、工业增加值等经济数据显示经济增速已有放缓迹象，5月规模以上工业增加值的同比增长16.5%，比4月份回落1.3个百分点，1—5月，城镇固定资产投资67358亿元，同比增长25.9%，比1-4月份回落0.2个百分点。由于通胀水平涨幅滞后于经济增长，5月份CPI同比上涨至3.1%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，预计CPI增速在6、7月份达到全年的峰值，下半年随着经济回落，通胀水平也将有所回落，全年将维持在可控范围内。

图1：季度GDP 增速（%）

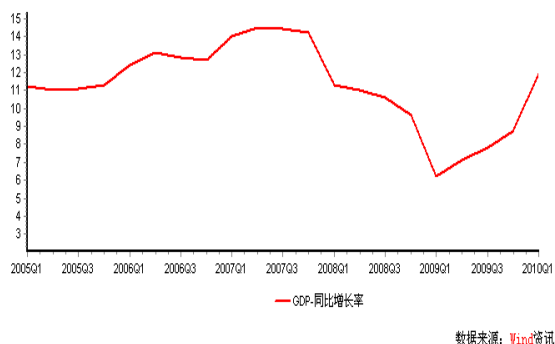


图2：规模以上工业增加值同比增速（%）

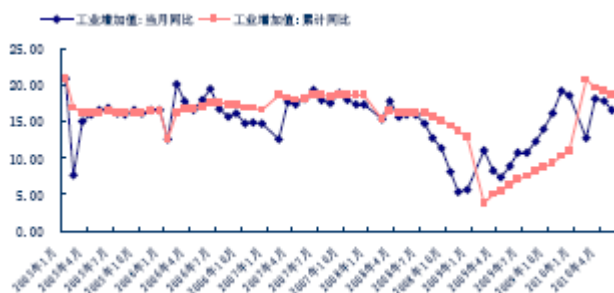


图3：固定资产投资累计同比增速（%）

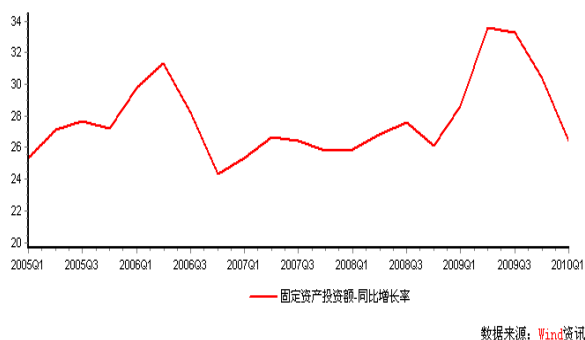
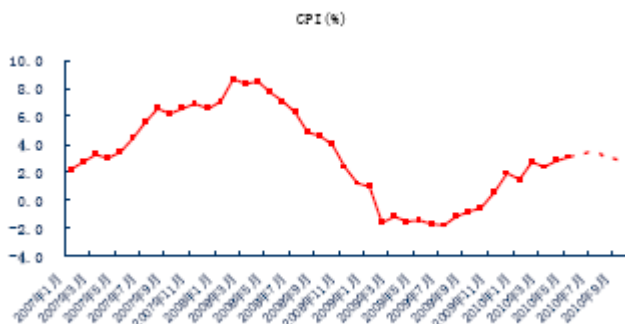


图4：月度CPI（%）



2、信贷规模增速下降

从信贷政策来看，今年信贷投放总量低于去年，同时强调资金投放更加均衡，避免信贷在季度间的大幅波动。从2月份开始政策调控效果逐步显现，金融机构月末和季末信贷突击投放的现象得到了有效遏制。今年1-5月份新增信贷分别为13900亿元、7001亿元、5107亿元、7740亿元、6394亿元。预计6月份信贷将维持在5500亿元左右，上半年占全年新增信贷约60%，预计新增贷款在今年不超过7.5万亿的目标下，增速有所回落，但增速依然不低。截至5月末，人民币贷款余额43.99万亿元，同比增长21.5%，比上月低0.5个百分点，目前中长期贷款占比接近60%处于历史高位水平，短期贷款和票据融资分别占比仅为34.53%和4.2%，但从4月份开始票据融资逐步增加，并且随着地方政府融资平台贷款和房地产相关贷款的下降，预计下半年中长期贷款占比将会下降，短期贷款和票据融资将会反弹。

5月末，人民币存款余额66.07万亿元，同比增长21%，比上月低1个百分点。5月份人民币存款增加1.08万亿元，同比少增2528亿元。由于通胀的预期和理财渠道的分流，居民存款从2季度开始明显回落，4月份居民存款减少了419亿元，5月份仅增加了700亿元。并且随着贷款的回落，预计企业存款的增速也将放缓，银行吸收存款的难度加大。

5月末，广义货币(M2)余额66.34万亿元，同比增长21%，比上月低0.5个百分点；狭义货币(M1)余额23.65万亿元，同比增长29.9%，比上月低1.4个百分点，6月份货币供应量仍将继续下降。

图5：月度新增贷款及期限结构（亿元）

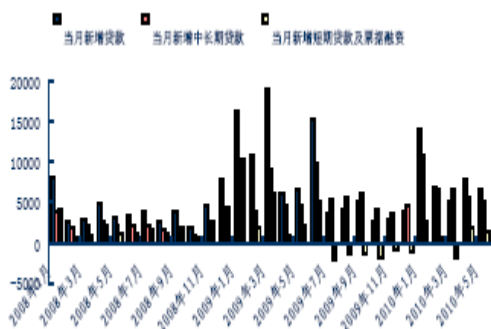


图6：月度新增人民币存款（亿元）

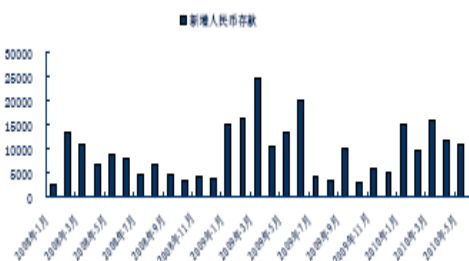


图7：人民币贷款余额结构

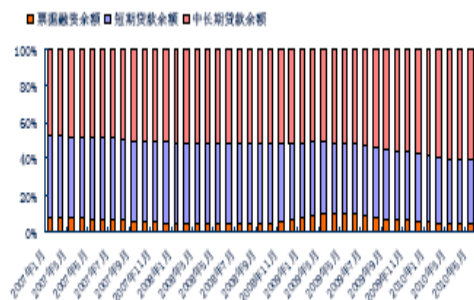
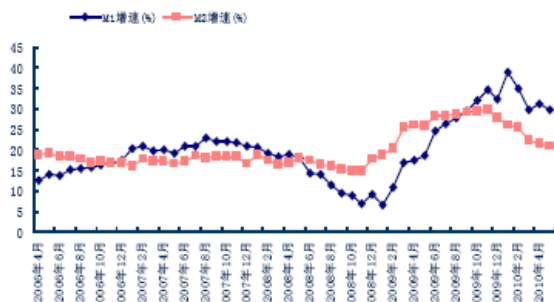


图8: M1、M2 增速



3、维持稳健的货币政策

今年存款准备金率已上调3次，共回收银行体系流动性约9000亿元，以达到收紧信贷的目的。大型金融机构的存款准备金率已达到17%，距离最高点仅相差0.5个百分点。

由于存款准备金率已达到高位，上调空间有限，预计下半年公开市场操作成为主要的调控工具。银行体系流动性逐步趋紧，3月末金融机构的超额准备金率已下降至1.96%，比去年底下降了1.17个百分点。其中，国有银行和股份制银行的超额准备金率下降至1.43%和1.90%。经过5月份第三次上调存款准备金率后，预计目前超额准备金率低于3月末的水平。资金面的紧张导致货币市场利率在5月份明显攀升，5月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为1.67%，比上月高0.33个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为1.71%，比上月高0.35个百分点。预计下半年央行的回笼力度将小于上半年。

图9: 存款准备金率 (%)

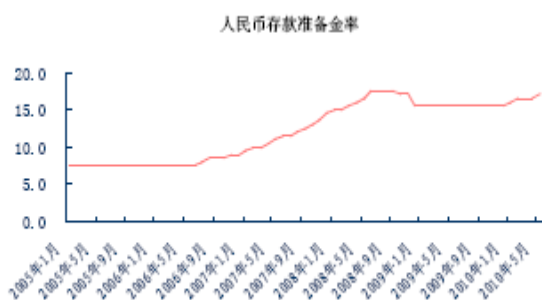
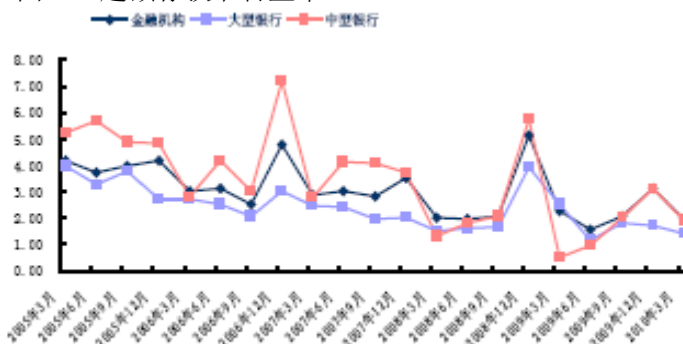


图10: 超额存款准备金率 (%)



4、监管趋向收紧

除货币政策逐步收紧之外，监管政策也趋向收紧。上半年对于银行业影响较大的莫过于房地产调控与地方政府融资平台的整顿、以及对“两高一剩”行业信贷投放的有效限制。4月14日开始一系列房地产调控政策密集出台，调控力度空前，房地产行业步入调整周期。银行业与房地产直接相关的贷款占比约占20%，其中包括房地产开发贷款和住房按揭贷款。房地产调控政策情况对于银行的资产质量、贷款需求方面将产生连带压力。

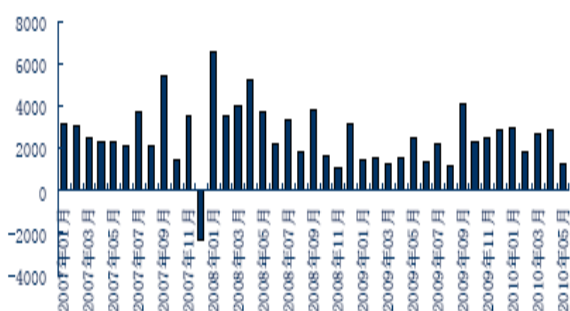
去年下半年开始，中国银监会结合“三个办法一个指引”贷款新规，要求银行业金融机构做好地方政府融资平台贷款的风险管控工作。地方政府融资平台贷款问题对于银行的影响主要是下半年银行拨备计提压力增大。在2009年第7.3万亿政府融资平台贷款总量中，去年新增超过3万亿元，上市银行地方政府融资平台贷款余额约2.6万亿元。上市银行中县市级地方融资平台发放的贷款占比低，而政府融资平台贷款的风险主要集中在这一类平台上，估算上市银行的政府融资平台贷款中约85%投向了省、市级政府融资平台贷款，仅15%左右投向经济发达地区的县级政府融资平台，因此上市银行承担风险的能力较强。

5、人民币汇率改革的影响

6月19日，人民银行宣布根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。

人民币汇改对银行业影响：一、增强人民币汇率弹性长期来看有利于控制通胀、控制资产价格泡沫和经济结构的调整，并且人民币不进行一次性重估调整和力度空前的房地产调控政策，避免了2005年-2007年在人民币升值预期下大量热钱流入而大幅推高资产价格的局面，有利于我国的金融稳定。二、市场上对人民币升值方式的猜测告一段落，央行表述中强调了“参考一篮子货币进行调节，增强人民币汇率弹性”，排除了人民币近期大幅升值的可能，并且人民币兑美元汇率存在双向变动的可能，对于出口企业负面影响较小，对于银行的资产质量影响较小。三、虽然汇改长期有利于控制通胀和经济结构调整，但短期对于银行体系流动性的影响还具有不确定性，在我国外汇占款为基础货币投放的重要渠道，5月份以来房地产调控、人民币升值预期减弱、欧债危机等因素导致5月份外汇占款增量下降50%，成为流动性偏紧的部分原因。人民币汇率改革对热钱流入的影响还需进一步观察，如果短期投机行为导致热钱流入动力增大，外汇占款在未来几个月明显增加，央行可能再次上调存款准备金率收紧流动性。

图11：月度增加外汇占款（亿元）



二、上半年上市银行业绩稳定增长

1、信贷规模增长放缓

受政策逐步收紧（包括清理地方政府融资平台、房地产和土地储备机构、“两高一剩”行业、“三个办法、一个指引”）以及经济增速的放缓的影响，上半年银行放贷受到限制，上半年人民币贷款增量达到4.58万亿元，人民币信贷同比少增近2.8万亿元，贷款增速普遍放缓，多家银行加大了在同业资产和债券投资上的资金配置，信贷资产在资产中的占比有所下降，调控基本达标。6月份新增信贷5600亿元，其中12家股份制银行贷款增量仅为600-700亿元，环比大幅缩水。上市银行中股份制银行的存贷比处于较高的水平，一些银行甚至接近80%，制约了贷款的上升空间，而大型银行中的工商银行、建设银行和城市商业银行中的北京银行存贷比在60%左右，受到的影响较小。今年上半年，除贷款额度控制影响贷款增量外，地方政府融资平台贷款、房地产、“两高一剩”行业的信贷投放均得到有效限制。央行调查数据显示二季度贷款需求指数66.9%，较一季度季回落2.2个百分点。分行业看，非制造业贷款需求指数下滑最快，为61.7%，较一季度低2.1个百分点；分用途看，个人消费贷款需求指数下滑最快，较一季度下降4个百分点，降至62.8%；个人消费贷款需求中，购房贷款需求指数58.8%，较一季度下降6.4个百分点。

图12：贷款需求指数季度变动（%）

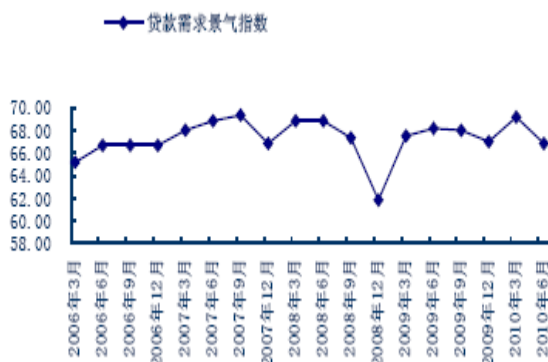
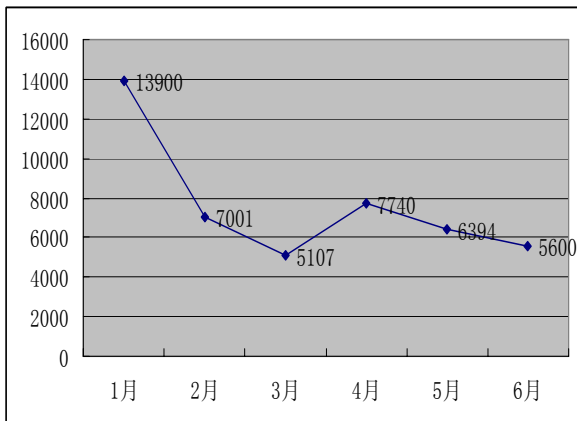


图13:2010年1-6月份新增人民币贷款情况



2、紧缩政策对银行息差影响

加息对于银行的影响主要取决于加息的方式，存款利率的上调主要目的是修正负利率，有利于控制资产价格泡沫，贷款利率的上调主要是抑制贷款需求。目前来看，贷款额度控制、房地产调控、淘汰落后产能等政策比加息对于银行贷款投放的控制更为有效，为了不对企业增加更大的财务成本，存款利率上调幅度有可能会小幅大于贷款利率的上调幅度，而活期存款利率上调可能性不大，这种加息方式对于银行业绩整体偏中性，而活期存款占比高的银行息差会有小幅扩大；如果对称加息将会使银行息差扩大，但由于滞后性对于2010年业绩提升幅度较小；如只上调存款利率而不上调贷款利率，或存款利率上调幅度明显高于贷款利率，将会对银行息差和业绩产生明显的负面影响，但在银行经历过大量放贷后未来两年风险增大的情况下，这种大幅缩小银行息差的不对称加息方式可能性最低。

货币政策的收紧提升了银行的议价能力，贷款利率较去年底有所提升。但上市银行一季度净息差回升幅度低于预期，尤其是一季度息差较去年第四季度环比下降了5个基点（如果剔除中信银行，则下降了2个基点）。原因：一方面，在贷款增速放缓的趋势下，银行高收益率的贷款在生息资产中的占比下降，其他生息资产占比上升，延缓了生息资产收益率的提升；另一方面，由于银行加强存贷比的管理，并且在通胀预期下，银行的吸储难度加大，一些银行增加了成本较高的协议存款，因此吸收存款的成本有所上升。

预计下半年经济增速放缓，贷款需求有所下降，并且银行的票据融资占比已处于低位后将会反弹，不利于银行议价能力的提升，同时银行资金成本上升都会制约银行息差的回升幅度。不考虑加息因素，我们预计全年银行息差小幅反弹10个基点，大力发展中小企业的股份制银行息差上升幅度将会更大。

图14:上市银行累计息差(%)

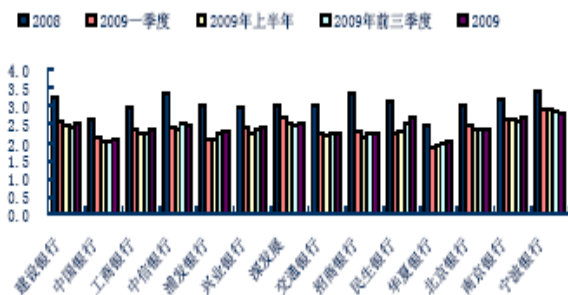
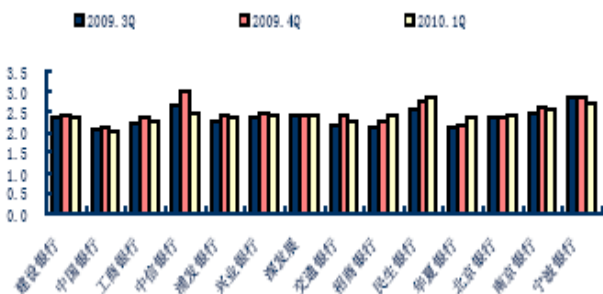


图15:上市银行单季度息差(%)



3、不良贷款双降，但信贷成本存在上升压力

2010年1季度，多家上市银行实现了不良贷款额和不良贷款率较年初的双降，并且上市银行的拨备覆盖率都达到了150%以上，一季度平均信贷成本下降至0.40%，较2009年继续下降了7个基点，信贷成本的下降成为贡献净利润增长的正面因素。但银行在信贷成本降至历史低位以及经过去年信贷大量投放后，未来两年信贷成本进一步下降的可能性非常低。信贷成本虽有监管要求的不确定性，但在目前资产质量保持稳定的情况下，大幅波动的概率并不大。由于地方政府融资平台贷款风险尚未明朗，下半年拨备计提有可能增加，将对净利润产生轻微的负面影响。

表1：上市银行不良贷款率与拨备覆盖率（%）

	2009. 12. 31		2010. 3. 31	
	不良贷款率	拨备覆盖率	不良贷款率	拨备覆盖率
浦发银行	0.8	245.9	0.68	273.6
招商银行	0.82	246.7	0.74	272.3
兴业银行	0.54	255	0.53	261.4
北京银行	1.02	215.7	0.82	247
民生银行	0.84	206	0.8	219
建设银行	1.5	175.7	1.35	192
深发展	0.68	161.8	0.63	188
宁波银行	0.79	170	0.71	188
南京银行	1.22	174	1.15	187.8
工商银行	1.54	164.4	1.35	180
中国银行	1.52	151.2	1.3	172
中信银行	0.95	149.4	0.84	170
交通银行	1.36	151	1.27	155.2
华夏银行	1.5	166.9	—	—

图16：上市银行信贷成本（%）

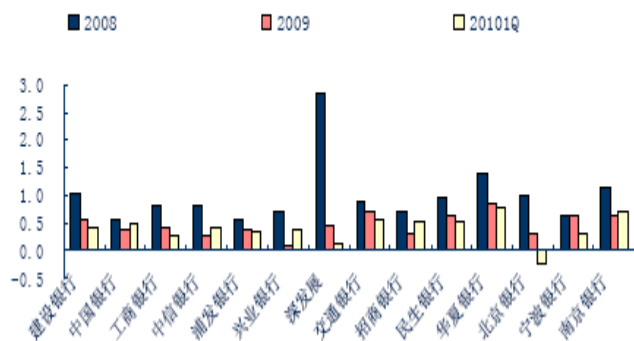
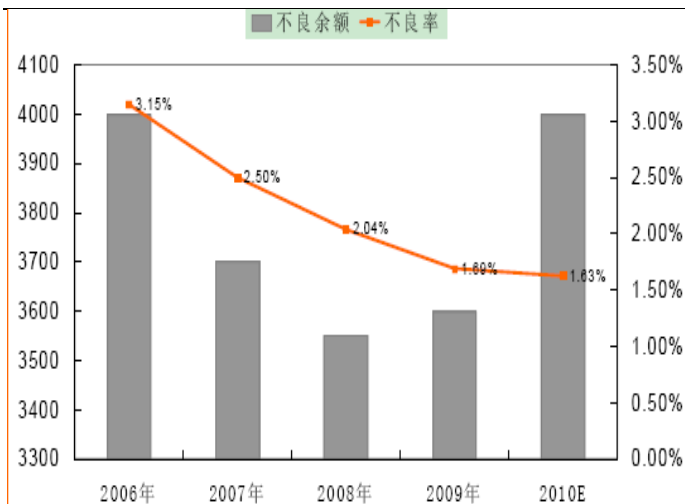


图17：预计不良贷款余额上升



4、一季度上市银行的同比业绩快速上升

由于去年一季度的基数较低、09年全年生息资产规模大幅度增长导致的净利息收入的增长、中间业务收入的增长等共性原因，上市银行的同比业绩恢复了快速上升的势头，上市银行净利润的同比增速达到了32.05%，超过我们的预期。增速最快的华夏银行和民生银行增速超过了70%。主要推动因素是净利息收入的快速增长，生息资产规模同比的迅速增长和净息差的见底回升导致上市银行10年一季度净利息收入出现了加速增长的势头。

图18: 2010年一季度银行贷款规模的稳健增长

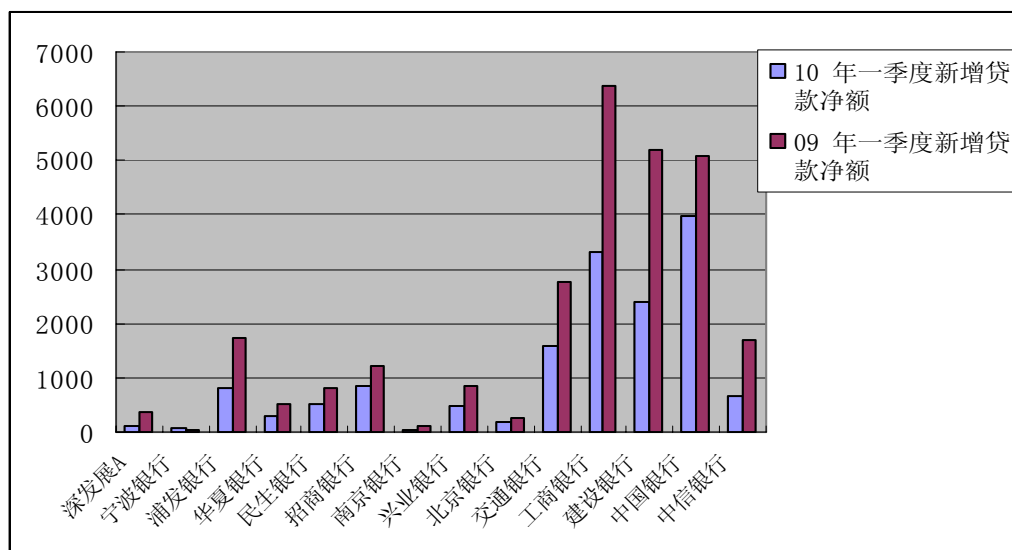


表2: 上市银行10年一季度净利润同比环比增长情况一览

证券代码	证券简称	2009 第一季度	2009 年第四季度	2010 年第一季度	同比增长	环比增长
600015.SH	华夏银行	7.0213	11.1771	13.0663	86.10%	16.90%
600016.SH	民生银行	24.95	18.95	42.83	71.66%	126.02%
601009.SH	南京银行	4.1278	3.202	5.8789	42.42%	83.60%
601988.SH	中国银行	192.86	202.7	273.46	41.79%	34.91%
002142.SZ	宁波银行	3.5388	3.5413	4.9805	40.74%	40.64%
000001.SZ	深发展A	11.2208	13.9331	15.7812	40.64%	13.26%
600036.SH	招商银行	42.08	51.57	59.09	40.42%	14.58%
601169.SH	北京银行	15.0212	12.4097	20.9253	39.31%	68.62%
601166.SH	兴业银行	29.4116	37.1006	40.789	38.68%	9.94%
600000.SH	浦发银行	29.6047	29.244	41.0484	38.66%	40.37%
601998.SH	中信银行	32.29	31.65	44.07	36.48%	39.24%

601939.SH	建设银行	262.76	206.74	351.89	33.92%	70.21%
601328.SH	交通银行	79.68	71.35	104.92	31.68%	47.05%
601398.SH	工商银行	352.89	289.17	417.25	18.24%	44.29%
	合计	1087.4562	982.7378	1435.9796	32.05%	46.12%

表3：2010年一季度上市银行净息差变化情况

	08年全年 净息差	09年一季度	09年上半 年末	09年三季 度末	09年全年	10年一季度	10年一季 度净息差 环比变化	10年一季 度净息差 同比变化
招商银行	3.28%	2.47%	2.24%	2.21%	2.23%	2.49%	0.26%	0.02%
浦发银行	2.86%	2.45%	2.35%	2.40%	2.19%	2.24%	0.05%	-0.21%
民生银行	3.12%	2.40%	2.43%	2.54%	2.59%	2.92%	0.33%	0.52%
兴业银行	2.83%	1.99%	1.90%	1.94%	2.34%	2.49%	0.15%	0.50%
交通银行	2.78%	2.26%	2.21%	2.22%	2.30%	2.41%	0.11%	0.15%
中信银行	3.31%	2.52%	2.47%	2.61%	2.51%	2.44%	-0.07%	-0.08%
华夏银行	2.49%	1.81%	1.88%	1.94%	2.03%	2.36%	0.33%	0.55%
深发展A	3.09%	2.70%	2.50%	2.47%	2.47%	2.42%	-0.05%	-0.28%
工商银行	2.88%	2.35%	2.25%	2.25%	2.26%	2.35%	0.09%	0.00%
中国银行	2.62%	2.14%	2.04%	2.03%	2.04%	2.04%	0.00%	-0.10%
建设银行	3.22%	2.58%	2.46%	2.41%	2.41%	2.39%	-0.02%	-0.19%
宁波银行	3.44%	2.93%	2.91%	2.82%	2.90%	2.73%	-0.17%	-0.20%
南京银行	3.15%	2.80%	2.63%	2.57%	2.56%	2.54%	-0.02%	-0.26%
北京银行	2.91%	2.50%	2.32%	2.33%	2.34%	2.36%	0.02%	-0.14%
平均	3%	2.38%	2.13%	2.25%	2.37%	2.43%	0.06%	0.05%

表4：上市银行净利息收入同比变动

证券代码	证券简称	10 年一季度净利 息收入同比增幅	09 年一季度净利息 收入同比增幅
000001.SZ	深发展A	9.43%	4.89%
002142.SZ	宁波银行	52.74%	13.26%
600000.SH	浦发银行	34.43%	-4.33%
600015.SH	华夏银行	96.59%	-24.34%
600016.SH	民生银行	47.86%	3.45%
600036.SH	招商银行	31.99%	-20.15%
601009.SH	南京银行	53.80%	3.58%
601166.SH	兴业银行	41.94%	-6.67%
601169.SH	北京银行	27.49%	-3.78%
601328.SH	交通银行	31.10%	-11.47%
601398.SH	工商银行	18.45%	-12.88%
601939.SH	建设银行	12.40%	-6.55%
601988.SH	中国银行	20.82%	-9.74%
601998.SH	中信银行	47.59%	-18.05%

5、中间业务增长良好

上市银行2009年全年中间业务收入整体有放缓的趋势。2010年一季度，大部分上市银行中间业务收入同比增速有明显的恢复势头，主要因为2009年一季度基数较多，另一方面也与整体宏观经济和金融市场转暖，微观经济主体活力增强具有一定关系，所以表现在中间业务收入增长上，各银行各个条线中间业务遍地开花，

传统业务和创新业务均获得了明显的增长。整体中间业务收入占比有了明显的提高。

一季度上市银行手续费收入增长强劲。1Q10 上市银行手续费及佣金净收入同比增长 41.9%，环比增长 31.0%，增速较 09 年大幅提升，其中 6 家银行手续费净收入增速超过 50%。预计全年来看，结算、代理、银行卡、咨询顾问的手续费等仍将保持良好的增长，我们维持 2010 年银行业非息收入增长 20-25% 的预测。

表5：上市银行手续费收入增长速度

证券代码	证券简称	09 年全年中间业务收入增速	10 年第一季度中间业务收入增速
000001.SZ	深发展A	38.69%	62.20%
002142.SZ	宁波银行	20.30%	54.02%
600000.SH	浦发银行	22.98%	79.44%
600015.SH	华夏银行	24.51%	43.52%
600016.SH	民生银行	4.55%	125.03%
600036.SH	招商银行	3.22%	39.09%
601009.SH	南京银行	48.91%	47.40%
601166.SH	兴业银行	18.76%	97.95%
601169.SH	北京银行	32.96%	61.66%
601328.SH	交通银行	28.99%	43.70%
601398.SH	工商银行	25.33%	34.75%
601939.SH	建设银行	25.00%	42.42%
601988.SH	中国银行	15.19%	39.00%
601998.SH	中信银行	38.59%	59.49%

三、2010年下半年银行业投资策略

1、2010年全年上市银行利润增长情况预测

经济增速放缓给银行带来的一定负面影响，2010 年新增人民币贷款增量在 7-7.5 万亿元左右，预计 2010 年贷款同比增速下降到 19% 左右；净息差方面，下半年净息差仍将缓慢上行，全年有望回升 10bp。主要因素包括：（1）流动性偏紧情况下银行贷款议价能力的提高；（2）同业市场利率上行；（3）债券收益率曲线短端继续上行，以及银行在加息预期有所弱化情况下适当调长期带来组合收益率的提升等。考虑到利率政策变动可能向后延，净息差产生效果将在明年体现，对 2010 年贡献不是很大。2010 年商业银行在保持规模增长、资产质量基本稳定的情况下，净利差和净息差将成为影响全年业绩的关键。即便考虑到不良和拨备可能增加，我们预计 2010 年银行业净利润增速仍可达 18% 的较高水平。

2、上市银行估值水平

目前股份制商业银行的10年动态PE和PB分别为10.40倍和1.86倍，城市商业银行的10年动态PE 和PB分别为12.98 倍和1.86 倍，国有银行的10年动态PE 和PB分别为8.90倍和1.65倍。银行板块市盈率和市净率为10.4 倍和1.8 倍，与大盘相比存在明显折价，随着短期政策风险的逐步释放，银行股已具备了较高的安全边际，估值吸引力增强。给予银行业投资评级“谨慎推荐”。如果在四季度随着经济走势和政策预期的逐步明朗，以及房地产调控、政府融资平台等负面因素的释放，银行股业绩的稳定增长和低估值优势将更加显现。地方政府融资平台贷款风险好于预期，经济增速下滑导致年底政策有放松迹象或将成为银行股上涨的催化剂。

表6：上市银行估值水平比较

证券简称	最新价格 (元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB	评级
				TTM	10E	11E	TTM	10E	11E		
行业均值	0.00	3,510.65	2,018.96	0.8765	0.5392	0.6487	10.48	9.17	7.62	1.89	
行业中值	10.59	1,489.08	1,276.24	0.6800	0.8263	1.0723	11.06	9.75	7.99	1.96	
建设银行	4.94	11,544.24	444.60	0.4949	0.5659	0.6784	9.98	8.73	7.28	1.95	增持
工商银行	4.12	13,761.58	10,339.65	0.4041	0.4621	0.5490	10.19	8.91	7.50	1.91	增持
中国银行	3.48	8,833.60	6,188.10	0.3485	0.3911	0.4637	9.98	8.90	7.51	1.63	增持
招商银行	13.15	2,837.32	2,323.10	0.9239	1.1203	1.3719	14.23	11.74	9.59	2.40	买入

中信银行	5.67	2,213.19	1,497.88	0.3946	0.4782	0.5973	14.37	11.86	9.49	2.06	买入
民生银行	6.13	1,364.68	1,153.85	0.6232	0.6372	0.7858	9.84	9.62	7.80	1.47	增持
交通银行	5.96	3,146.88	1,772.24	0.6170	0.7164	0.8859	9.66	8.32	6.73	1.80	增持
兴业银行	23.34	1,398.64	1,398.64	2.4063	2.7225	3.3763	9.70	8.57	6.91	2.27	增持
华夏银行	10.90	543.97	412.46	0.8746	1.0104	1.2505	12.46	10.79	8.72	1.72	增持
浦发银行	13.76	1,579.52	1,417.78	1.2511	1.4363	1.7307	11.00	9.58	7.95	2.19	增持
深发展 A	17.51	610.23	543.75	1.5743	1.7717	2.1793	11.12	9.88	8.03	2.76	增持
北京银行	12.57	782.80	497.21	0.9992	1.1825	1.4529	12.58	10.63	8.65	1.96	买入
宁波银行	11.48	287.00	120.95	0.6406	0.7762	0.9871	17.92	14.79	11.63	2.80	增持
南京银行	10.28	245.46	155.18	0.7194	0.8764	1.1575	14.29	11.73	8.88	1.93	增持

注：截止7月7日。

3、2010年下半年投资策略

虽然银行一季报业绩超出预期，但货币政策的收紧，地产调控政策的不断升级，以及对于政府融资平台贷款的担忧，都使一季度业绩的利好大打折扣。加上农行上市及大行再融资，使市场资金尤为紧张，市场信心倍受打击。监管环境依然趋紧：如资本充足率、存贷比、拨备充足率等指标有硬性要求，未来银行再融资风险仍然存在等负面因素依然存在，给银行业带来一定负面影响。

综合考虑，在前面所述的负面影响下，下半年银行股也还是存在上行动力：如房地产调控政策趋于明朗、地方政府融资平台贷款清查结果好于预期、农行 IPO 上市尘埃落定融资压力大幅缓解、人民币汇率改革对人民币汇率小幅升值、政策调控力度放松等等。最乐观的一点是银行股的估值进入相对安全的低估值区域。在政策持续微调和通胀压力仍可控的背景下，我们认为银行整体经营环境将保持稳定，银行板块具备相对估值优势。

因此，对下半年的看法，我们基本上延续二季度的投资策略。基于行业 2010 年净利润正增长的预期和银行股具备估值提升空间，建议在未来的震荡行情中，逢低吸纳资质优良、具有较高成长性的银行股，长期资金可以在目前逐步增加银行的仓位和配置比例。

建议关注：国有大型银行中经营稳健、存贷比低的工商银行（601398）、建设银行（601939）；中小银行中资产质量优异的浦发银行（600000），以及地方政府融资平台贷款占比低、风险控制能力强的北京银行（601169），地方政府融资平台比重小、房地产贷款尤其是开发贷款比重较小的招商银行（600036）和中信银行（600015）。

图19：银行指数与沪深300 走势

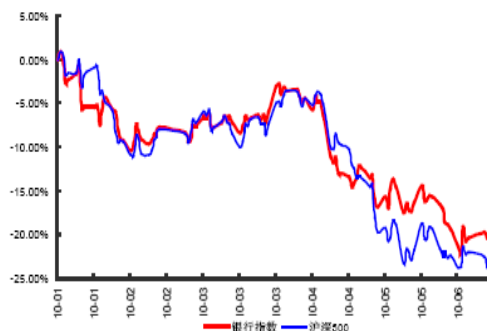


图20：银行指数与沪深300 走势

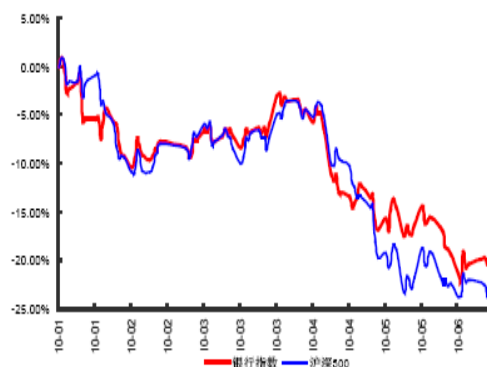
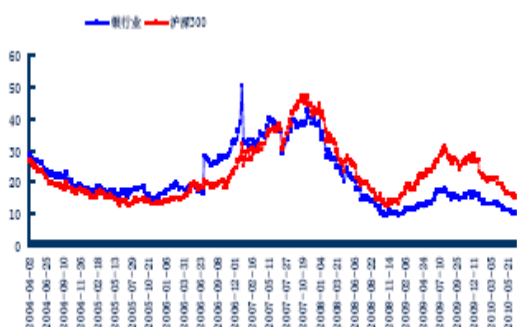


图21：银行板块与沪深300 市净率比较



图22：银行板块与沪深300 市盈率比较



4、风险因素：

- (1) 信贷规模调控基调的转变，如信贷规模增速大幅趋缓，则不仅银行收入增长放缓，更可能引发贷款质量问题，从而影响银行的盈利能力；
- (2) 房地产调控引发房价大幅下跌，地方政府融资平台贷款风险超预期，导致银行不良资产大量增加；
- (3) 加息如息差扩大低于预期或缩窄息差，则影响银行盈利能力；
- (4) 监管环境依然趋紧，如资本充足率、存贷比、拨备充足率等监管指标有硬性要求
- (5) 银行再融资压力仍然存在等，都将给银行业带来一定负面影响。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准