

银行业深度报告：期待重回景气上升通道

行业：银行业

2010.7.25

评级：谨慎推荐

52 周行业相对沪深 300 走势图



研究员

俞冲

执业证书编号：S1030209070558

电话：020-87322668

电邮：Yuchong@gzs.com.cn

相关报告

广证研究

● **寻找下跌的原因：**经济降温信号凸显、房地产调控新政、地方政府融资平台贷款清理，打断了 1 季度以来银行景气上升通道，是造成银行股下跌的深层次原因。

● **银行业经营状况趋于复杂化：**宏观层面，尽管货币政策逐渐收紧，但之前预期的通胀压力和经济升温却没有如期出现；中观层面，随之配套而来的行业调控政策也成为银行业绩的扰动因素，尽管部分推动银行景气周期向上的积极因素依然存在，但银行面临的经营环境的不确定性却在增加。展望下半年，贷款规模增长应无碍；净息差正负面影响互现，负面略大于正面；非息收入有望保持良性增长；资产质量当期无碍，未来信用成本上升压力增加；费用率应能保持稳定。

● **中期增长无碍：**尽管 2 季度之后种种消极因素初显端倪，但在新增贷款与净息差“量价齐升”的推动下，预计上半年银行业营业收入仍将保持平稳较快的速度增长，而信用成本方面，尽管房地产调控与地方融资平台贷款清理令银行信用成本上升的压力增加，但我们预计在中期各家银行尚不会额外增加拨备，信用成本仍有继续下行的可能性，两方面拉动下，今年中期盈利增长将不会低于预期。而由于去年基数高低及拨备和费用等支出季节差异的影响，如招行、华夏、浦发、中信等公司中期业绩可能超预期增长。

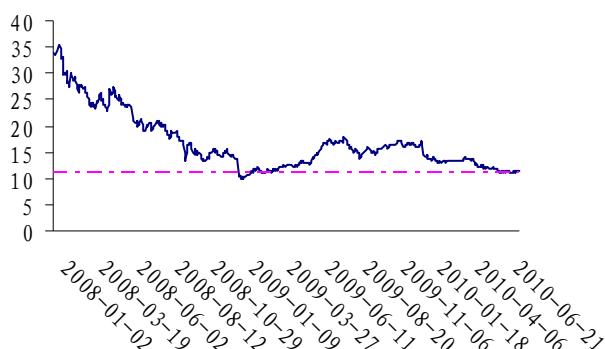
● **期待景气度回归：**全行业低估值状况主要是消化前期消极影响，但在盈利增速放缓，经营压力增大阶段，低估值也并不足以构成股价上涨的理由，其整体向上修正，仍需要景气度的回归予以支撑，应关注经济向上的拐点重现、流动性放松、净息差持续反弹等景气相关积极信号发出时机，给予银行业“谨慎推荐”投资评级。

● **投资策略：**短期可以关注中报业绩超预期增长的公司，即在 2009 年的降息周期中受影响最深，净息差下滑幅度最大，同时自身净息差反弹的张力较强，从而令中报业绩高速增长的银行；中期看质地最为优良的公司，这类经营状况良好、资产质量优良、资本充足、拨备充裕的银行具备更强的业绩增长潜力和抗风险能力；而从长期看，战略定位明确，业务转型积极有效，零售业务基础良好的银行将能取得新的利润增长点。综合考虑上述各方面，将招商银行、浦发银行和兴业银行纳入我们重点关注的范围。

基本面波动，估值中枢向下波动

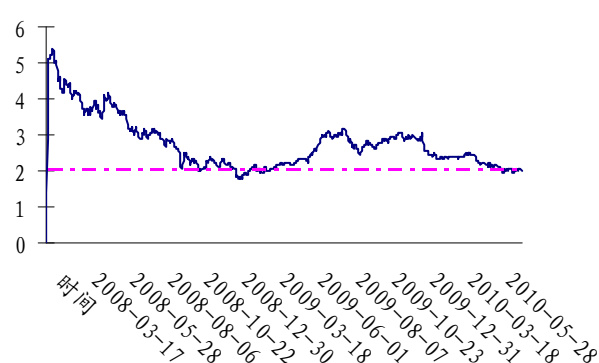
2010 年上半年，在国家“保增长、促内需、调结构”系列政策的持续作用下，中国经济保持了回升向好的增长态势，一季度 GDP 同比增长了 11.9%。在此背景下，同期 A 股银行业运行整体平稳。但 4 月以后，外围市场环境恶化，国内房地产调控新政、地方融资平台贷款清理等内外因素综合作用，引发了市场预期对中国经济复苏的担忧，作为业绩与宏观经济运行周期紧密相关的银行业股价从 4 月初开始一路走低，截至 2010 年 7 月 23 日，银行业指数下跌了 17.28%，全行业平均静态 PE 和 PB 分别由年初的约 15 倍和 3 倍下降至 7 月中旬的 11 倍和 2 倍，逼近 2008 年 10 月时的历史低位。

图 1 银行业目前约 11 倍静态 PE 已经逼近历史低点



资料来源：广州证券研究所

图 2 银行业目前约 2 倍静态 PB 已经逼近历史低点



资料来源：广州证券研究所

寻找下跌的原因——被打断的银行业景气回升周期

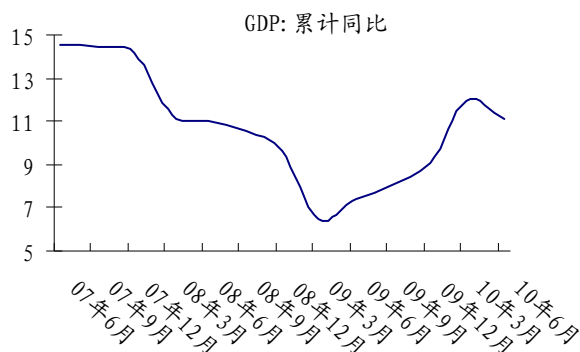
1、经济降温信号逐步凸显

经济形势角度，由于国际经济形势屡现反复，而国内政府经济政策重心开始由保增长转移到促转型上来，今年经济增速将呈前高后低逐步回落的看法，逐渐被行业所认同。2 季度 GDP 同比增长 11.1%，虽然仍处高位，但环比略降 0.8 个百分点，而宏观经济景气先行指数、PMI 指数、货币供应量、银行家问卷调查等经济/行业指标相继出现向下拐点，经济降温的信号对银行业形成了压力。

展望未来趋势，我们认为针对经济下滑的实际情况，货币政策将出现一定的松动。但在基础设施建设项目短期内趋于饱和，经济增长结构调整重新成为目前主要政策重心，且去年宽松信贷驱动增长的可操作空间已经较小的情况下，政府更趋向于在政策工具运用的方式与节奏方面，进行一定范围内的调整，如加息的时点选择、存款准备金调整的节奏、公开市场操作的方向和力度等，综合分析略为有利于银行业。

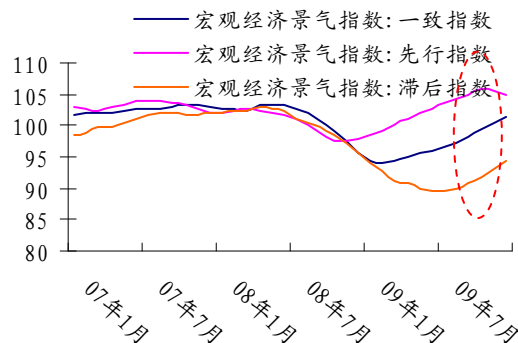
敬请参阅最后一页重要声明

图3 今年2季度GDP增速环比高位略有回落



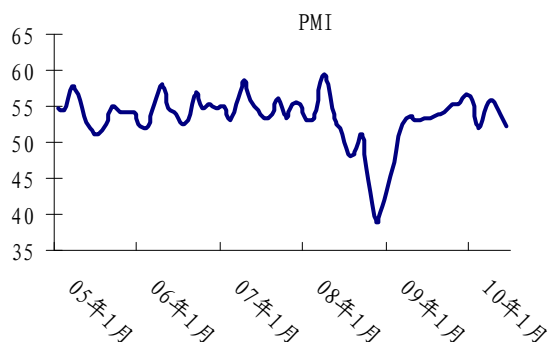
资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯整理

图4 先行指数连续3个月下滑



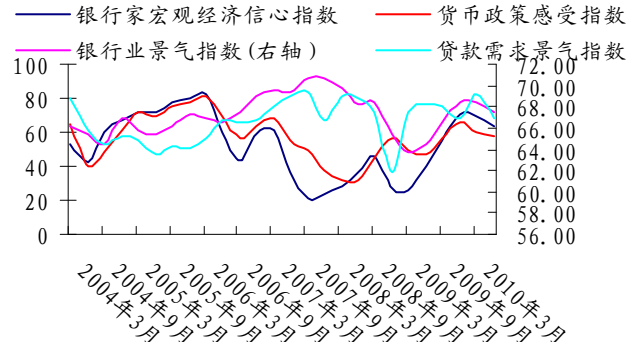
资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯整理

图5 2010年2季度以来PMI再次回落



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯整理

图6 2季度银行家问卷调查结果不如1季度乐观



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯整理

2、房地产调控新政——影响信贷增量与质量

调控给房地产也带来的压力直接向银行业传导。从今年初国务院出台的“国十一条”起，国务院、国土资源部、国资委、银监会等各部委接连出台了一系列针对房地产市场调控的政策，特别是在4月中旬，国务院出台具体措施，对二套房贷及90平方米以上的首套房贷的首付比例明确下限之后，地产与银行业的股价对此反应激烈。因为房价的波动一方面可能影响存量的房地产相关贷款质量，而另一方面，如果调控扭转了潜在购房者及开发商对房价的未来预期，则在此之后相应的增量贷款需求会受到影响。

表 1 2010 年以来国家各部委颁布的房地产相关调控政策

日期	机关	重点内容
1 月 10 日	国务院	“国十一条”，严格二套房贷款管理，首付不得低于 40%，加大房地产贷款窗口指导等。
1 月 21 日	国土资源部	《国土资源部关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》，申报住宅用地的，经济适用住房、廉租住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地占住宅用地的比例不得低于 70%。
3 月 10 日	国土资源部	《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，规定开发商竞买保证金最少两成、1 月内付清地价 50%、囤地开发商将被“冻结”等 19 条内容。
3 月 23 日	国资委	要求 78 家不以房地产为主业的中央企业退出房地产业务。
4 月 2 日	财政部	明确对两个或两个以上个人共同购买 90 平方米及以下普通住房，其中一人或多人已有购房记录的，该套房产的共同购买人均不适用首次购买普通住房的契税优惠政策。
4 月 7 日	国家发改委	发布 2010 年经济社会发展工作时重点提出，要进一步加强房地产市场调控，增加普通商品住房的有效供给，支持普通自住和改善性住房消费，大力整顿房地产市场秩序。
4 月 11 日	银监会	要求所有银行在 6 月底之前提交贷款情况的评估报告，且要求银行不应应对投机投资购房贷款，如无法判断，则应大幅提高贷款的首付款比例和利率水平
4 月 14 日	国务院	常务会议指出，要坚决抑制住房价格过快上涨，并将加快研究制定合理引导个人住房消费的税收政策。
4 月 15 日	国务院	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%。
4 月 18 日	国务院	发布通知指出，商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。

资料来源：广州证券研究所根据媒体资料整理

3、地方政府融资平台贷款清理——担忧源自不确定性

地方政府融资平台贷款质量的问题起源于去年信贷宽松时，由于有效项目缺乏，商业银行尤其是在基础设施建设项目获取能力较弱的中小银行将大批贷款发放给地方政府融资平台。根据媒体披露的有关统计，截至 2009 年底，地方政府融资平台贷款余额 7.38 万亿元，同比增长超过 70%，占一般贷款余额的约 20%；全年新增贷款超过 3 万亿元，占全部新增一般贷款的 34.5%。信贷过度向地方政府融资平台集中，地方政府债务率超负荷上升，及其该项贷款本身存在的容易产生有抵押贷款少，违规担保情况多的状况，引起了监管层的重视。从 2010 年 3 月起，银监会开始要求各商业银行盘查不良贷款，目前仍未结束，因此这部分贷款的不良率与相应的拨备政策是现阶段银行面临的最大的不确定性。

敬请参阅最后一页重要声明

银行业经营环境趋于复杂化

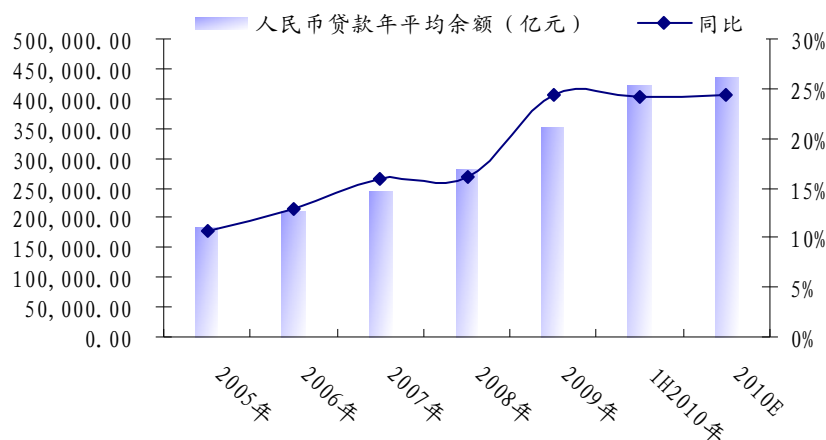
贷款规模增长应无碍

在目前国内的金融体系下，商业银行的核心职能之一——无论是主动或是被动——就是作为国家货币金融政策的传导渠道，发挥其对实体经济的调节作用。经历了 2009 年前所未有的快速扩张后，在宏观经济政策重心逐渐从刺激经济，保证增长向稳定增长，调整结构方向转变的背景下，无论从银行自身内在的放贷潜力还是监管层对银行业谨慎经营的外在监管指引和要求，都会促使信贷规模增速从 2009 年的高速增长逐渐向 2010 年的稳健增长过渡。但经济复苏要得到持续且向基础设施建设以外的部门延伸，必然需要适当规模的信贷予以支持。我们维持之前的判断，即 2010 年贷款余额同比增速在 19% 左右，基本处于 2008-2009 年信贷同比增速的中位数，折合新增贷款约 7-7.5 万亿元，也与央行 M2 同比增长 17% 的货币投放增量目标相符。

尽管新增贷款规模市场关注程度更高，但区间贷款平均余额才是实际衡量银行利息收入的规模因素，因此需要关注贷款发放的节奏安排。虽然今年预计新增贷款规模不及去年，但在去年高达 9.59 万亿的贷款增量将 2010 年贷款余额起点显著推高的基础上，如果按照 7.5 万亿元的新增信贷规模测算，2010 年贷款平均余额将较 2009 年同比增长 24.36%，基本与 2009 年 24.42% 的同比增幅相当，因此 2010 年规模因素对银行业绩的提升作用不亚于 2009 年。而从季度分析，上半年人民币新增贷款 4.64 万亿元，基本符合全年贷款季度安排 3:3:2:2 的预期，同比增长 24.42%，略高于去年同期 24.27% 的同比增速，因此今年上半年规模增长对业绩的提升幅度不会弱于去年，同时也表明尽管宽松货币政策已经转向适度，但其延续效应将依然能作用于今年。

而对于目前宏观层面发出的经济走弱的信号，我们认为不会对今年新增信贷规模产生显著影响。在国内目前的融资体系和经济发展长周期所处阶段看，企业融资需求大于供给的现状不会改变，虽然不排除银行“惜贷”的情况出现，但更多应是出于风险或收益率预期变动而作期限调整考虑。相反，如果实体经济重新步入下降通道，货币政策当局可能会对目前信贷控制持相对宽松的态度。

图 7 2005 年以来人民币贷款年平均余额统计



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯整理

由于 1 季度为放贷高峰期, 对于银行资本消耗较快, A 股上市银行资本充足率较去年底平均下降了 0.4 个百分点, 但由于各银行已经相继提出或实施了定向增发、配股、发债等再融资计划, 且随着信贷扩张速度向正常水平回归, 资本不足的瓶颈将得到解决。

表 2 A 股上市银行资本充足率与核心资本充足率统计

证券简称	资本充足率			核心资本充足率		
	2008A	2009A	2010Q1	2008A	2009A	2010Q1
深发展 A	8.58	8.88	8.66	5.27	5.52	5.46
宁波银行	16.15	10.75	10.88	14.60	9.58	9.07
浦发银行	9.06	10.34	10.16	5.03	6.90	6.86
华夏银行	11.40	10.20	N/A	7.46	6.84	N/A
民生银行	9.22	10.83	N/A	6.60	8.92	N/A
招商银行	11.34	10.45	11.53	6.56	6.63	7.83
南京银行	24.12	13.90	12.15	20.68	12.77	11.12
兴业银行	11.24	10.75	10.63	8.94	7.91	7.59
北京银行	19.66	14.35	N/A	16.42	12.38	N/A
交通银行	13.47	12.00	11.73	9.54	8.15	8.12
工商银行	13.06	12.36	11.98	10.75	9.90	9.58
建设银行	12.16	11.70	11.44	10.17	9.31	9.17
中国银行	13.43	11.14	11.09	10.81	9.07	9.11
中信银行	14.32	10.14	9.34	12.32	9.17	8.31

资料来源：广州证券研究所根据公司公告整理

敬请参阅最后一页重要声明

净息差下半年正负面影响互现

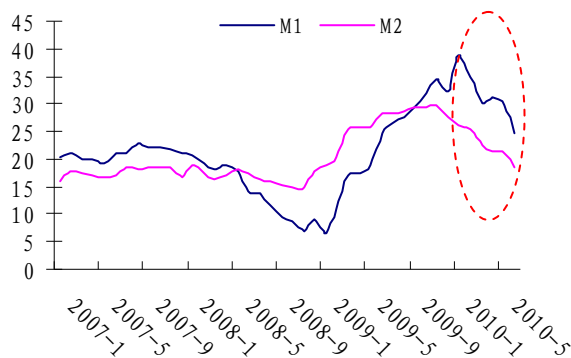
今年上半年，虽然在1季度，部分商业银行出于对加息的预期，在年初进行期限安排时，将信贷资产短期化，而将负债长期化，导致当期净息差出现了环比微降，但对全行业整体而言依然延续了去年3季度之后净息差回升的趋势。我们对影响净息差的各项因素在未来半年内的变化状况逐一进行分析，从而判断下半年净息差的变动方向。

资产负债结构方面

积极因素：1、存款活期化仍将持续：截至今年6月底，储蓄及企业存款中定期部分比重进一步下探至历史新低的37.76%，同时M1同比增速依然超过M2 6.1个百分点。2、相比去年初的高比例的票据贴现贷款，2010年中长期贷款占比应高于2009年，信贷结构中低收益率资产比例的压缩，应能进一步推动净息差向上提升。今年1-6月金融数据显示，期间中长期贷款新增39600亿元，占比进一步上升至85.76%，短期贷款新增12690亿元，占比为27.48%，而低收益率的票据融资余额则累计减少6524亿元；相比之下，去年同期7.37万亿新增贷款中票据融资为1.71万亿，占比高达23.17%。

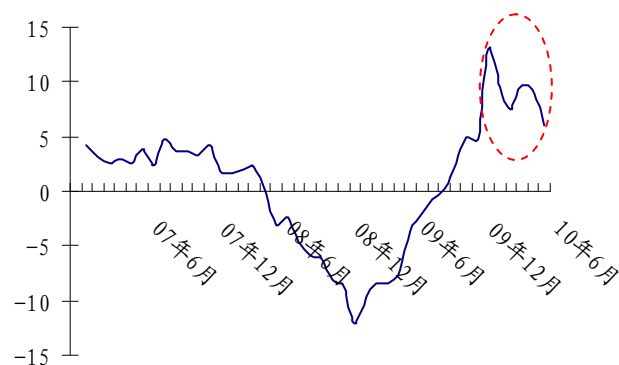
消极因素：1、活期化趋势将放缓，尽管定期存款占比再现新低，但活期存款占比不可能无限地提高。今年1月M1同比增速在达到历史高度的38.96%后开始快速回落，至6月同比增长24.56%，为1年来的最低点；M2也出现了类似的同比增速冲高回落的趋势，在去年11月29.74%下滑至今年6月的18.46%，相应地，M1-M2“剪刀差”也由年初12.98%的高位下降至6月的6.10%。这表明定期存款向活期存款“搬家”的趋势尽管仍在延续，但正在放缓。2、按照宏观经济景气度与活期化的正相关关系，如果目前经济走弱的趋势在三季度以后进一步持续，由此传导至社会投资消费需求，势必也会影响存款活期化。3、银监会对商业银行再次强调存贷比保持75%以下的要求，可能会迫使未达标的银行高息揽存，从而提高付息成本。4、随着票据融资陆续到期，其“置换效应”在下半年将消失。

图8 货币供应量增速年初以来逐步回落



资料来源：广州证券研究所根据Wind资讯整理

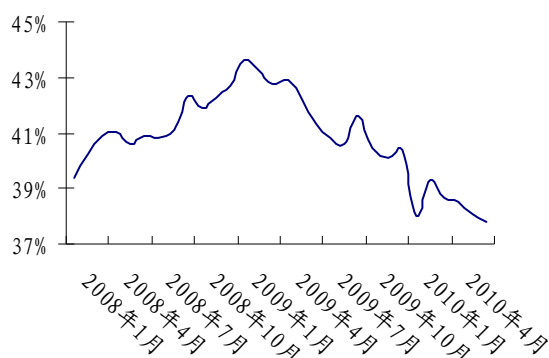
图9 今年1月以来M1-M2剪刀差从高位回落



资料来源：广州证券研究所根据Wind资讯整理

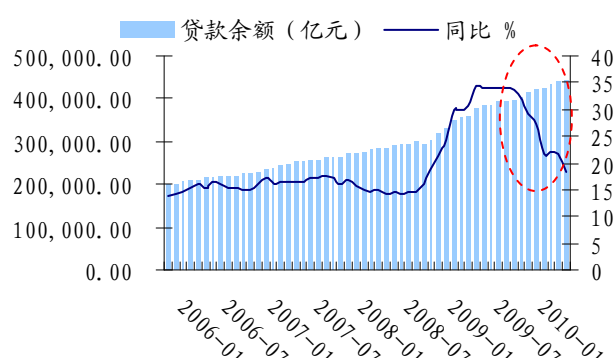
敬请参阅最后一页重要声明

图 10 储蓄及企业定期存款占比持续走低



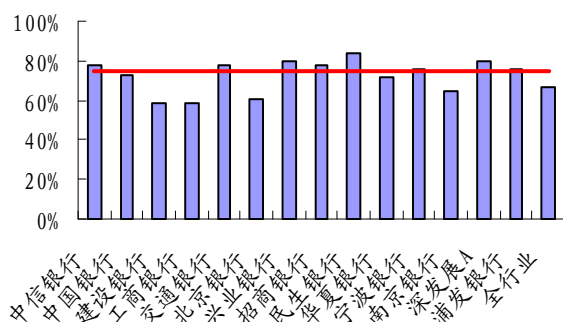
资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯整理

图 11 今年以来各项贷款余额增速逐步下降



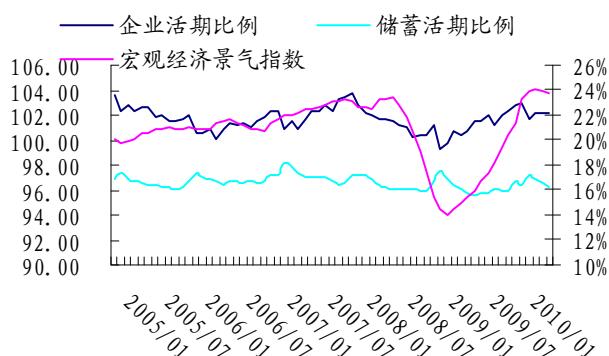
资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯整理

图 12 2010 年 1 季度部分商业银行存贷比仍超标



资料来源：广州证券研究所根据公司报告整理

图 13 宏观经济景气指数与活期化的正比关系



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯整理

生息资产收益率方面

支持生息资产收益率继续上行的积极因素依然存在：首先，基于货币政策出现拐点对央行公开市场操作方向的影响，决定货币市场资金的收益率趋于上升；其次，在贷款需求依然旺盛，而信贷供给不如去年宽松的背景下，银行一季度以来议价能力的提升，有利于贷款收益率的提高；第三，银行资产负债结构变动方向，整体而言依然积极大于消极。综上所述，我们依然维持 2010 年生息资产收益率应超过 2009 年的观点，但下半年净息差回升幅度可能会大幅低于上半年，部分银行甚至可能出现负增长。且如果实体经济进一步走弱乃至出现二次探底，则可能需要我们下调之前的预期。一方面，实体经济投资消费需求减弱的情况，将削弱银行放贷的议价能力；另一方面，从中期看，经济增速下降，通胀预期减弱将推迟加息的重新到来，此前对于将加息视作下一阶段银行净息差提升新推动力的预测可能会落空。我们在此前报告中对于银行盈利增长的预测出于谨慎考虑暂时未加入加息因素在内，因此依然暂时维持对

敬请参阅最后一页重要声明

银行业 2010 年 15 - 20% 的业绩同比增速的预测。

非息收入有望保持良性增长

与国外同行的收入结构相比，中国商业银行中间业务占营业收入比重低，而加大中间业务营销力度，提高中间业务收入占比的发展战略基本已经被国内银行界所普遍认同，特别是在目前业绩增长受到资本限制的形势下，资本消耗较小的中间业务，更容易被银行视为拉动业绩增长的驱动器。我们继续看好 2010 年非息收入的成长性。从分业务构成看，预计 2010 年银行卡业务、理财业务与代理业务的表现将更为突出。

图 14 2010 年 1 季度佣金净收入同比快速回升

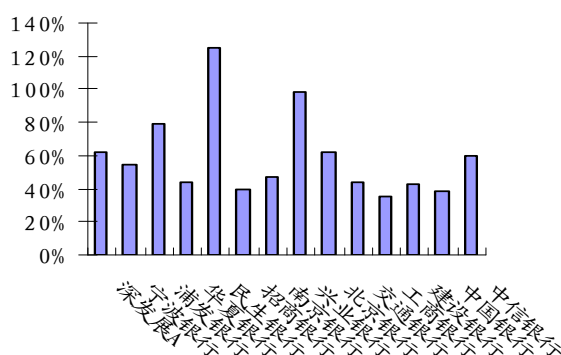
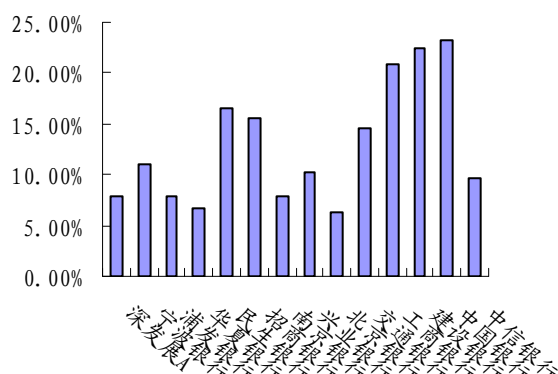


图 15 2010 年 1 季度佣金净收入占营业收入比一览



资料来源：广州证券研究所根据公司报告整理

资料来源：广州证券研究所根据公司报告整理

资产质量当期无忧，远期看信用成本上升压力渐增

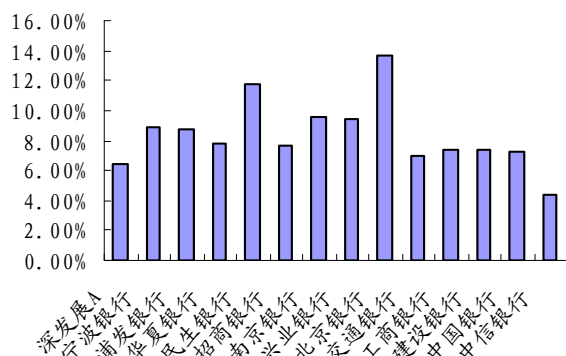
以目前 A 股上市商业银行信贷业务的内在特点，资产质量并由此延伸的信用成本是影响盈利敏感度最高的核心指标之一。因此近期宏观经济景气指数回落、房地产调控以及地方融资平台贷款清理等消极因素带来的对银行资产质量恶化，信用成本剧增的担忧，是 4 月以来银行业股价的大幅下滑的内在原因。

宏观经济对于银行信贷质量的影响主要是通过间接途径。即在经济下滑时，企业的盈利水平降低，相应地偿债能力下降，由此可能令银行下调贷款评级，而增加拨备支出。但针对目前仅仅是经济增速放缓的趋势，我们认为在经济刺激政策逐步退出，货币供给增速恢复常态后经济增长速度一定幅度内回落，实属正常，因此目前的状况并不足以动摇银行的资产质量。

截止 2009 年底，A 股上市商业银行房地产开发类贷款占比约为 8%，而按揭类贷款占比约为 15%。从目前状况看，这部分贷款质量依然稳定，在中期为此增加拨备的可能性不大。而从长期则需要关注房价下跌对房地产相关贷款质量、抵押物相对贷款覆盖程度的影响。

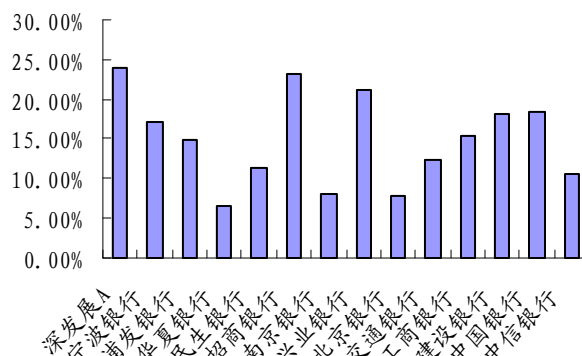
敬请参阅最后一页重要声明

图 16 2009 年底房地产开发类贷款占比



资料来源：广州证券研究所根据公司报告整理

图 17 2009 年底按揭类贷款占比



资料来源：广州证券研究所根据公司报告整理

地方融资平台贷款清理方面，目前仍在进行中，其实际不良率与相应的拨备覆盖政策要求尚不明朗，但我们根据上市银行目前公布的材料及所收集的信息，推测这部分贷款约占上市银行贷款存量的 15% 以内，2009 年一般性贷款增量的 34.5%，这部分贷款的质量与最终拨备，将成为影响今年乃至未来几年银行盈利状况的重要因素。

表 3 2009 年底部分 A 股上市银行地方政府融资平台状况

公司名称	地方政府融资平台贷款状况
工商银行	按照银监会标准，09 年地方政府融资平台贷款约为人民币 7,200 亿元（占贷款总额的 12.6%），不良贷款余额 2.16 一样，（不良贷款率 0.03%）
建设银行	按照银监会标准，09 年地方政府融资平台贷款约为人民币 6,460 亿元，占贷款总额的 14.3%
中国银行	按照银监会标准，09 年地方政府融资平台贷款约为人民币 5,350 亿元（占内地贷款总额的 14.5%），不良贷款约 3 亿元
交通银行	按照交行内部标准，截至 2009 年底，地方政府融资平台贷款余额为人民币 1,393 亿元，占贷款总额的 8%，新增人民币 863 亿元，同比增长 162.5%
招商银行	按照银监会标准，09 年招商银行的政府融资平台贷款余额为人民币 1,020 亿元
中信银行	按照央行标准，09 年地方融资平台贷款余额人民币 1,500 亿元
兴业银行	按照银监会标准，截至 09 年底地方融资平台贷款余额为人民币 400 亿元，但如果使用央行标准，则有人民币 2,000 亿元

资料来源：广州证券研究所根据公司公告及媒体资料整理

表 4 2009 年底部分 A 股上市银行地方政府融资平台状况

	地方政府融资平台贷款新增不良率			
		1%	5%	10%
平均计提比例	1%	19.92%	19.60%	19.20%
	2%	19.84%	19.20%	18.39%
	25%	17.99%	9.96%	-0.08%
	50%	15.98%	-0.08%	-20.15%
	100%	11.97%	-20.15%	-60.30%

资料来源：广州证券研究所

假设：地方政府融资平台贷款占比 15%，2010 年业绩预计增长 20%。

管理费用率继续保持稳定

我们对上市商业银行 2006 年以来各个财务时段的管理费用率进行了统计，管理费用/营业收入比基本处于 30-35% 区间，近年来呈缓慢下降趋势。由于商业银行管理费用支出占比最高的项目的员工薪酬支出具有一定刚性，因此在营业收入增长确定性较高的判断前提下，我们认为 2010 年银行管理费用率仍能继续稳定在 35% 以下的水平。

中期增长无碍，期待景气回归

尽管 2 季度之后种种消极因素初显端倪，但在新增贷款与净息差“量价齐升”的推动下，预计上半年银行业营业收入仍将保持平稳较快的速度增长，而信用成本方面，尽管房地产调控与地方融资平台贷款清理令银行信用成本上升的压力增加，但我们预计中期各家银行尚不会额外增加拨备，信用成本仍有继续下行的可能性，两方面拉动下，今年中期盈利增长将不会低于预期。而由于去年基数高低及拨备和费用等支出季节差异的影响，如招行、华夏、浦发、中信等公司中期业绩可能超预期增长。

但展望下半年，一方面，宏观经济降温的迹象逐渐明显，政策环境也不如去年宽松，另一方面，房地产调控政策、地方融资平台清理政策给银行经营与盈利状况带来了不小的压力。可见，宏观层面，尽管货币政策逐渐收紧，但之前预期的通胀压力和经济升温却没有如期出现；中观层面，随之配套而来的行业调控政策也成为银行业绩的扰动因素，尽管部分推动银行景气周期向上的积极因素依然存在，但银行经营所面临的不确定性在增加。

全行业低估值状况一方面是消化前期两大消极影响，但另一方面在盈利增速放缓，经营压力增大阶段，低估值也并不足以构成股价上涨的充分理由，其整体向上修正，仍需要景气度的回归予以支撑，应

敬请参阅最后一页重要声明

关注经济向上的拐点重现、流动性放松、净息差持续反弹等景气相关积极信号发出时机，给予银行业“谨慎推荐”投资评级。

投资策略

短期可以关注中报业绩超预期增长的公司，即在 2009 年的降息周期中受影响最深，净息差下滑幅度最大，同时自身净息差反弹的张力较强，从而令中报业绩高速增长的银行；中期看质地最为优良的公司，这类经营状况良好、资产质量优良、资本充足、拨备充裕的银行具备更强的业绩增长潜力和抗风险能力；而从长期看，战略定位明确，业务转型积极有效，零售业务基础良好的银行将能取得新的利润增长点。综合考虑上述各方面，将招商银行、浦发银行和兴业银行纳入我们重点关注的范围。

风险因素

- 1、宏观经济出现二次探底；
- 2、管理层在资本充足率、拨备覆盖率等方面提出更严格的要求；
- 3、房地产相关贷款与地方政府融资平台贷款质量超预期恶化。

重点公司

招商银行（600036.SH）

公司配股已经完成，资本补充到位，220 亿元的融资规模约能提升资本充足率约 1.5 个百分点，未来 2-3 年内业务发展的资本瓶颈已经得到解除。且受益于贴现占比同比下降、存贷比上升以及货币市场收益率攀升，预计招行 2 季度净息差仍将继续反弹，从而带动上半年业绩超预期增长。而考虑到招行一贯以来有利的资产负债结构以及去年以来其为行业之中净息差下滑幅度最大的银行，即使加息周期被延后，招行仍将成为反弹张力最强的银行。

进一步考虑到其一贯以来优良的竞争优势、盈利水平和信贷质量，尤其是去年对地方政府融资平台贷款的审慎态度亦令招行面临更小的资产质量压力，尽管近期上涨对其 A 股估值有一定幅度修正，但仍处于安全区间，依然将其纳入我们重点推荐的范围。

敬请参阅最后一页重要声明

浦发银行 (600000.SH)

公司 2009 年业绩因业务扩张受资本充足率束缚，增速下探到了近年来的最低点。但这些消极因素将随着中移动的入资而消失。如果定向增发能够顺利完成，虽然短期内将对当期业绩产生较明显的摊薄效应，从而拉高 PE，但由于能够一次性大幅提高资本充足率约 4 个百分点，因此对未来 3-5 年内的业绩影响为正面，同时公司净资产也能得到显著增厚，从而降低公司 PB。此外，中移动以战略投资者身份的介入不仅能够令资本充足率问题迎刃而解，而且可能促使双方利用在各种业务领域的资源和优势，在如电子金融等方面展开更深层次的合作，从而有利于推动公司股价走强，且公司近年来谨慎的不良贷款减值准备政策也能预先缓解未来公司拨备支出回升的压力，净息差也具备较强的反弹张力。

兴业银行 (601166.SH)

净利息收入方面，公司配股已经完成，信贷扩张的资本瓶颈问题得到解决。而公司在中小企业业务等方面具有较强的优势，令其在贷款议价时更能占据有利地位。非息收入方面，银行卡、咨询顾问和担保承诺手续费增速行业居前，而公司在货币市场投资领域具备的优势，在 2010 年债券收益率的提升的大环境下更为凸显。公司过去由于在房地产相关贷款以及沿海出口型中小企业贷款比重过高，而引发市场担忧，股价走势一度疲软，但近年来，其房地产相关贷款比重持续下降，其地方融资平台与中小企业贷款质量的把握也较好，考虑到公司一贯以来良好的成长性，以及股价高 beta 的特征，我们认为其存在估值修复的空间。

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

行业评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以下。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。