

银行 II

上市银行中报总结及全年业绩展望

 评级: **增持** 前次: **增持**

分析师

程娇翼

S0740210080001

021-58303675

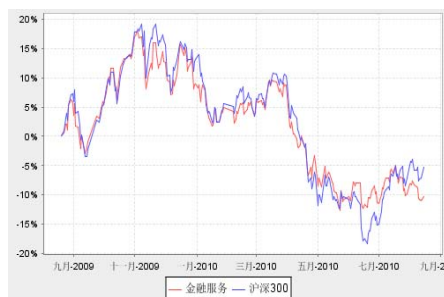
chengjy@qlzq.com.cn

2010 年 8 月 31 日

基本状况

上市公司数	16
行业总市值(百万元)	5034747.62
行业流通市值(百万元)	2878278.92

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2009A	2010E	2011E
招商银行	股价(元)	18.05	13.54	13.54
	摊薄每股收益(元)	0.95	1.15	1.45
	总股本(亿股)	191	216	216
	总市值(亿元)	3451	2921	2921
民生银行	股价(元)	7.91	5.39	5.39
	摊薄每股收益(元)	0.46	0.57	0.70
	总股本(亿股)	223	267	267
	总市值(亿元)	1761	1440	1440
浦发银行	股价(元)	21.69	13.99	13.99
	摊薄每股收益(元)	1.50	1.23	1.56
	总股本(亿股)	88	137	137
	总市值(亿元)	1915	1606	1606

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 中期业绩再超预期, 净利润同比增长 32.6%, Q2 单季净利润环比实现了 4.5% 的增长, 我们初步预计 Q3 累计净利润同比增速不会显著下降, 预计大约在 30% 左右。
- 预计全年拨备前净利润增速达 27%, 净利润同比增速为 25.8%。全年业绩的不确定性在于信贷成本趋势, 但拨备前利润实现快速增长较为确定。
 - 下调上市银行全年净息差水平至 2.49%, 较 2009 年上升 9 个 BP, 虽然息差向上的驱动力不明显, 但向下的驱动力作用也有限, 结构调整及重定价效应使得我们判断下半年上市银行息差仍稳中有升。
 - 预计全年上市银行手续费及佣金收入 (含农行和光大) 合计增长大约 25%-26%。
 - 对上市银行全年信贷成本的假设平均值为 0.50%, 较 2009 年全年上升 3 个 BP, 较 2010 年中期上升 12 个 BP。
- 上市银行全年业绩对信贷成本的敏感性分析测算结果显示: (1) 如果信贷成本在我们预测的基础上每上升或下降 5 个 BP, 全年净利润增长将因此而下降或提升 2.45 个百分点。(2) 若上市银行全年信贷成本维持在中期水平, 则全年净利润增速将在我们预测的基础上提升 3.4 个百分点, 即净利润增速或将达到 29%。虽然全年信贷成本的趋势目前难以确定, 但我们认为信贷成本大幅提升导致全年业绩显著低于我们预测值的概率并不高。
- 配置思路转向“长战略”, 推荐“招行+民生+浦发+华夏+宁波”。目前银行股 2010/2011 年 PB 平均为 1.72/1.44X。我们认为当前的估值中已经反映了行业面临的诸多不确定性因素以及政策性风险, 估值下行的风险已经大大释放, 但短期内仍缺乏上行的驱动力。延续我们在年初提出的“短息差、中资本、长战略”的配置思路, 但重点转向“长战略”, 我们认为战略转型将有助于银行未来 ROE 维持在较高水平。另外“贷款组合风险较小, 拨备充裕”以及“估值偏低”也是当前我们选择投资标的的重要逻辑。

内容目录

中期业绩再超预期，净利润同比增长 32.6%	- 4 -
利息净收入为增长的最大贡献因子	- 4 -
中型股份制银行业绩最优	- 4 -
业绩超预期的银行较多	- 5 -
贷存比决定上半年规模增长及结构变化	- 6 -
息差环比回升	- 8 -
手续费收入延续 Q1 高增长态势	- 9 -
全年信贷成本趋势还不明朗	- 10 -
上半年趋势依然很好	- 10 -
下半年：不确定性仍在于地方政府融资平台贷款	- 11 -
对房地产相关贷款的资产质量的认识	- 12 -
全年业绩展望	- 12 -
全年拨备前利润同比增长 27%，净利润增速为 25.8%	- 12 -
全年业绩的敏感性分析	- 12 -
后期投资策略	- 13 -

图表目录

图表 1：2010 年上半年同比业绩增长及驱动力	- 4 -
图表 2：2010Q2 环比业绩增长情况	- 5 -
图表 3：预计 2010Q3 增速显著下降的概率较小	- 5 -
图表 4：2010H 生息资产同比增速比较	- 5 -
图表 5：2010H 各上市银行利润表项目增长情况	- 6 -
图表 6：2010H 各上市银行业绩增长驱动力	- 6 -
图表 7：2010Q2 末贷存比全部达标	- 7 -
图表 8：2010H 贷款投放节奏	- 7 -
图表 9：上市银行 2010H 存贷款及生息资产增长情况	- 7 -
图表 10：多数中小银行买入返售类资产占比上升	- 7 -
图表 11：部分银行 2010H 高收益资产占比下降	- 7 -
图表 12：2010Q2 单季净息差（期初期末口径）	- 9 -

图表 13: 2010H 累计净息差（期初期末口径）	- 9 -
图表 14: 2010H 存贷利差较 2009 年扩大	- 9 -
图表 15: 2010H 净息差（上市公司披露值）	- 9 -
图表 16: 上市银行手续费及佣金净收入同比增速	- 10 -
图表 17: 手续费及佣金净收入占营业收入比重	- 10 -
图表 18: 上市银行不良贷款率	- 10 -
图表 19: 上市银行关注贷款率	- 10 -
图表 20: 上市银行 2010H 不良额继续下降	- 11 -
图表 21: 2010H 上市银行拨备覆盖率	- 11 -
图表 22: 2010H 上市银行信贷成本	- 11 -
图表 23: 上市银行 2010 年业绩增速对净利润增速的敏感性分析	- 13 -
图表 24: 上市银行盈利预测及估值表	- 14 -

中期业绩再超预期，净利润同比增长 32.6%

利息净收入为增长的最大贡献因子

- 2010 年上半年，14 家上市银行实现归属母公司净利润 2906 亿元，实现可比增长 32.6%（Q1 同比增长 32.7%）。其中利息净收入同比增长 26%，拨备对同比增长的贡献度也较为明显达 5.7 个百分点。（备注：本报告中中期业绩整体比较均不含新上市的农业银行和光大银行）
- 不同于我们此前“Q1 为全年业绩增长高点”的判断，Q2 净利润环比实现了 4.5% 的增长，其中利息净收入同比增长 8.2%，拨备不是环比增长的主要驱动力。
- 去年生息资产快速增长对今年业绩形成重要支撑：虽然上半年贷款增速较去年同期显著放缓，但去年生息资产的快速扩张使得生息资产平均余额同比增长明显。上半年上市银行合计生息资产平均余额同比增长达 21%，成为今年业绩增长的最主要驱动力。
- 我们初步预计 Q3 累计净利润同比增速不会显著下降，预计大约在 30% 左右（潜在假设是针对政府融资平台贷款的可能的拨备在 Q4 计提）。

中型股份制银行业绩最优

- 上半年中型银行净利润同比增长 57%，环比增长 22%：不论是同比增长还是环比增长看，中型股份制银行的业绩都优于大型银行和城市商业银行，且利润表主要项目增长趋势均显著优于大小银行。
- 息差、费用和拨备贡献较为明显：进一步观察中型银行业绩增长较好的原因，我们发现一方面是其息差提升幅度较大对净利润增长的贡献度较为明显，另一方面中型银行费用和拨备对净利润增长的贡献度要大于大型银行和城商行。

图表 1：2010 年上半年同比业绩增长及驱动力

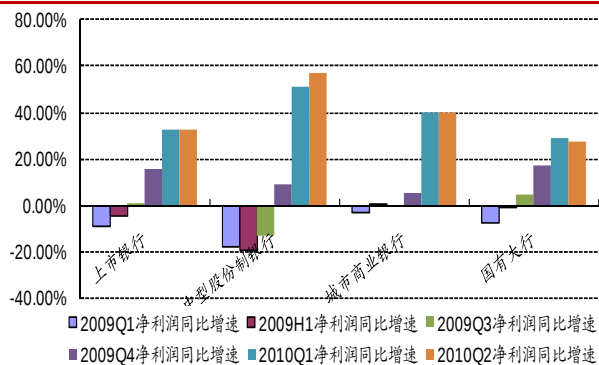
累计同比增速	上市银行	中型股份制银行	城市商业银行	国有大行
2010H 利息净收入同比增速	26.43%	42.77%	38.69%	21.67%
2010H 手续费及佣金净收入同比增速	36.09%	56.58%	39.01%	33.12%
2010H 营业收入同比增速	26.21%	42.07%	37.61%	22.07%
2010H 拨备前利润同比增速	27.58%	48.56%	32.70%	23.01%
2010H 税前利润同比增速	33.27%	59.76%	42.14%	27.83%
2010H 净利润同比增速	32.61%	57.39%	40.05%	27.43%
同比增长驱动力	上市银行	中型股份制银行	城市商业银行	国有大行
生息资产平均余额同比增长贡献	20.75%	26.03%	42.37%	18.79%
息差贡献	5.68%	16.73%	-3.68%	2.88%
非息收入贡献	-0.23%	-0.69%	-1.08%	0.40%
费用贡献	1.37%	6.49%	-4.91%	0.95%
拨备贡献	5.69%	11.20%	9.43%	4.81%

来源：齐鲁证券研究所

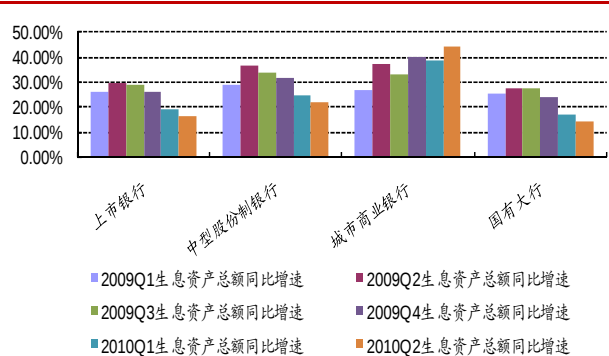
图表 2：2010Q2 环比业绩增长情况

单季环比增速	上市银行	中型股份制银行	城市商业银行	国有大行
2010Q2 利息净收入环比增速	8.15%	9.40%	8.54%	7.74%
2010Q2 手续费及佣金净收入环比增速	-1.54%	18.58%	9.02%	-4.66%
2010Q2 营业收入环比增速	5.12%	10.34%	7.33%	3.62%
2010Q2 拨备前利润环比增速	3.70%	14.72%	1.78%	1.11%
2010Q2 税前利润环比增速	4.55%	20.83%	-6.10%	1.18%
2010Q2 净利润环比增速	4.52%	21.60%	-4.72%	0.93%
同比增长驱动力	上市银行	中型股份制银行	城市商业银行	国有大行
生息资产平均余额环比增长	5.05%	6.32%	11.66%	4.51%
息差贡献	3.10%	3.08%	-3.11%	3.23%
非息收入贡献	-3.03%	0.94%	-1.21%	-4.11%
费用贡献	-1.42%	4.38%	-5.55%	-2.52%
拨备贡献	0.85%	6.10%	-7.88%	0.07%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：预计 2010Q3 增速显著下降的概率较小


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：2010H 生息资产同比增速比较


来源：齐鲁证券研究所

业绩超预期的银行较多

- 14 家上市银行净利润增速简单平均后达到 50%，增速超过 50%的有 5 家，增速超过 30%的为 11 家。
- 14 家上市银行中显著超预期的有民生银行、中信银行、兴业银行和浦发银行 4 家；低于预期的仅有深发展 1 家；其余 9 家银行属于略超预期或基本符合预期，且前者居多。

图表 5：2010H 各上市银行利润表项目增长情况

2010H 同比增长	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	北行	宁行	南行	交行	工行	建行	中行
营业收入增长	33%	46%	36%	13%	49%	60%	49%	32%	46%	47%	34%	22%	17%	23%
利息净收入增长	41%	46%	35%	16%	52%	52%	49%	31%	51%	51%	34%	24%	15%	23%
手续费及佣金净收入增长	32%	65%	71%	57%	35%	96%	53%	47%	24%	43%	30%	33%	44%	23%
营业支出（不含拨备）增长	13%	32%	65%	21%	41%	38%	45%	52%	35%	55%	42%	16%	12%	26%
拨备前营业利润增长	52%	57%	22%	8%	58%	84%	52%	24%	54%	44%	30%	25%	20%	21%
拨备前利润增长	53%	57%	21%	7%	58%	85%	51%	24%	55%	44%	30%	26%	20%	21%
利润总额增长	67%	41%	32%	32%	87%	148%	53%	34%	69%	53%	31%	29%	27%	25%
净利润增长(归属母公司)	60%	41%	34%	31%	81%	140%	52%	33%	57%	50%	31%	28%	27%	27%

来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 6：2010H 各上市银行业绩增长驱动力

2010H 同比增长驱动因子分析	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	北行	宁行	南行	交行	工行	建行	中行
营业收入贡献	33%	46%	36%	13%	49%	60%	49%	32%	46%	47%	34%	22%	17%	23%
利息净收入贡献	41%	46%	35%	16%	52%	52%	49%	31%	51%	51%	34%	24%	15%	23%
其中：生息资产规模增长贡献	23%	36%	16%	19%	17%	23%	44%	32%	69%	58%	17%	17%	19%	22%
其中：息差变动贡献	18%	9%	18%	-2%	35%	29%	5%	-1%	-18%	-7%	17%	7%	-4%	1%
手续费净收入贡献	-8%	1%	3%	-4%	0%	5%	0%	-2%	2%	2%	-2%	-2%	3%	2%
其他净收益贡献	0%	0%	-1%	1%	-2%	3%	0%	3%	-7%	-6%	1%	1%	-1%	-2%
营业支出贡献（成本收入比）	18%	11%	-14%	-5%	8%	25%	3%	-8%	8%	-3%	-4%	3%	2%	-2%
拨备贡献利润	14%	-15%	10%	25%	29%	63%	1%	9%	14%	9%	1%	3%	7%	4%
营业外收支贡献	1%	-1%	-1%	-1%	0%	1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
实际税率变化贡献	-8%	0%	2%	-1%	-6%	-8%	-1%	0%	-13%	-3%	-1%	-2%	0%	1%
归属母公司净利润同比增长	60%	41%	34%	31%	81%	140%	52%	33%	57%	50%	31%	28%	27%	27%

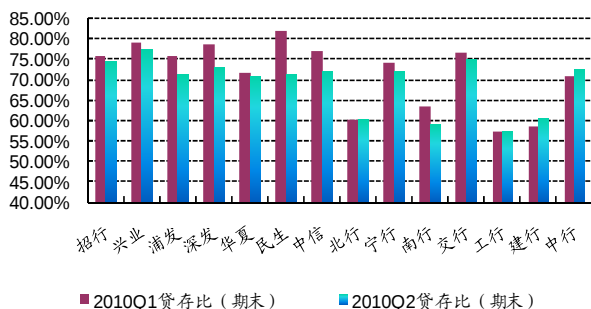
来源：齐鲁证券研究所

贷存比决定上半年规模增长及结构变化

- **资本充足率和贷存比监管双管齐下，生息资产规模增速整体放缓：**上半年上市银行生息资产余额较年初增长 10.4%，其中贷款净额较年初增长 11.1%，非信贷类生息资产较年初增长 9.7%。存款总额较年初增长 10.6%。
- **贷存比较高的银行，Q2 贷款增长受限：**从上半年贷款投放节奏来看，Q1 贷存比超限的银行 Q2 贷款投放受到很大限制，典型的如民生银行和深发展。个别银行如中信银行虽然贷存比超标，但 Q2 吸收存款发力，贷款增长受影响较小。截至 Q2 末上市银行贷存比全部达标（<75%）。
- **多数中小银行拆出及买入返售类资产增加明显，虽然买入返售类资产占比的提升对息差的影响体现为负面，但对利息净收入的正面贡献明显：**一方面是受制于贷存比限制及规模管控，贷款等高收益资产规模难以快速增长；另一方面上半年资金市场收益率随着流动性的下降而有明显上升，商业银行资金运用策略导致买入返售类等资产在生息资产的比重有

明显提升，代表银行有兴业银行、浦发银行及三家城商行。

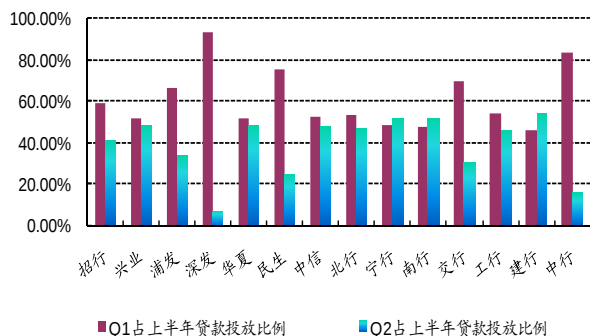
图表 7：2010Q2 末贷存比全部达标



备注：兴业银行数据未扣除金融债发放贷款

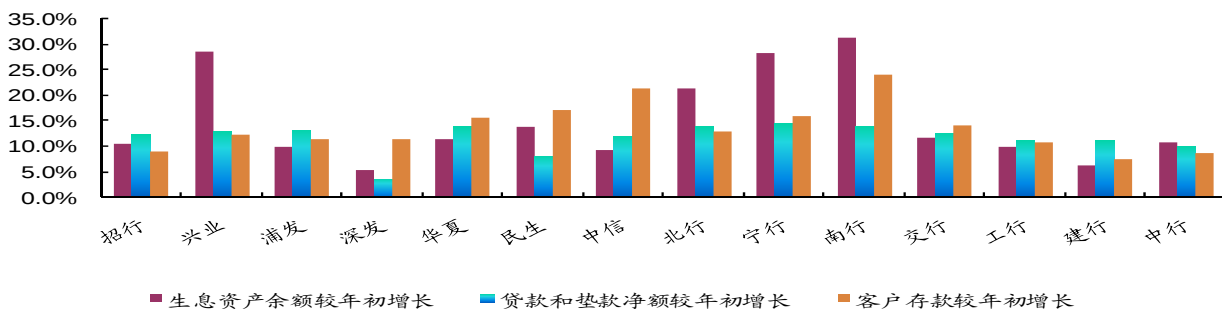
来源：齐鲁证券研究所

图表 8：2010H 贷款投放节奏



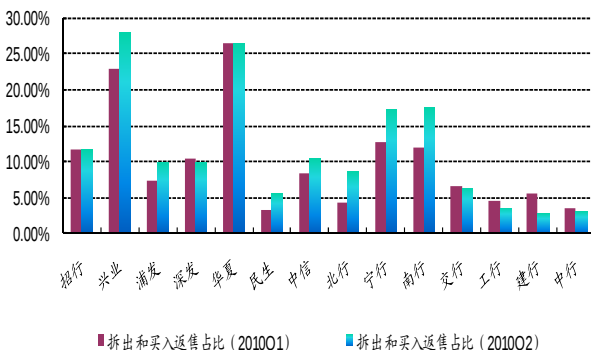
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：上市银行 2010H 存贷款及生息资产增长情况



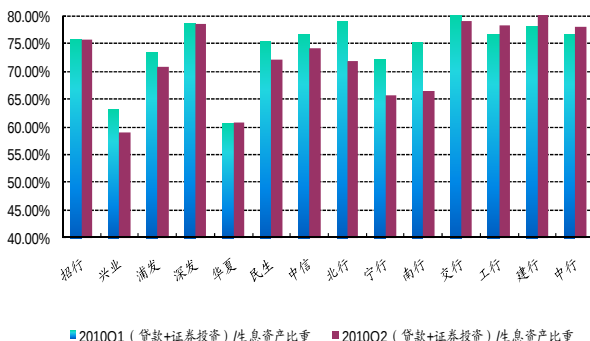
来源：齐鲁证券研究所

图表 10：多数中小银行买入返售类资产占比上升



来源：齐鲁证券研究所

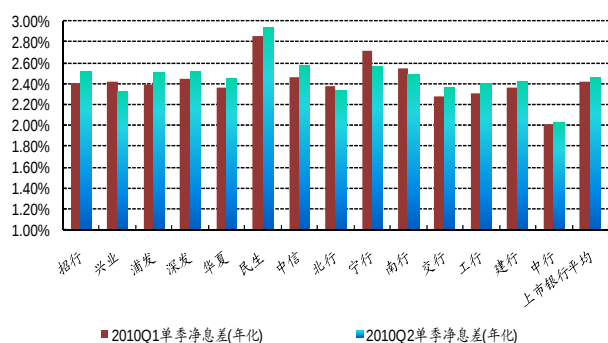
图表 11：部分银行 2010H 高收益资产占比下降



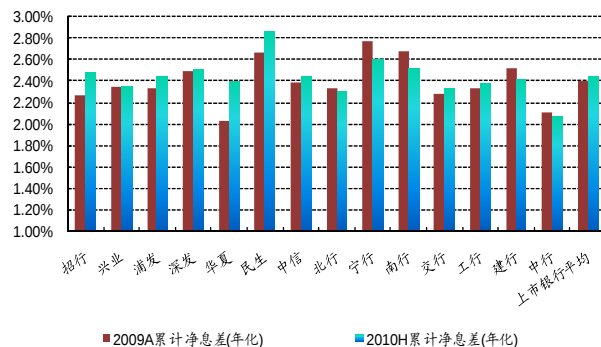
来源：齐鲁证券研究所

息差环比回升

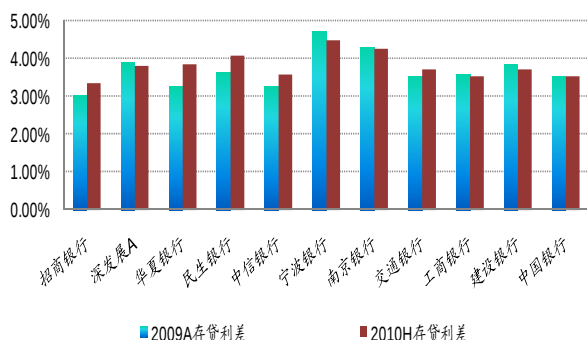
- **息差环比提升 3 个 BP，完全符合预期：**按照期初期末口径计算，上市银行 2010Q2 单季净息差的平均水平为 2.46%，较 Q1 环比上升 3 个 BP。这和我们在一季报总结报告中作出的判断“预计二季度息差环比上升幅度至少在 2-3 个基点左右”完全一致。按照期初期末口径计算的 2010 年上半年累计净息差为 2.43%，较 2009 年全年水平上升 4 个 BP。Q2 息差环比提升比较明显的银行有招商银行、浦发银行、华夏银行、民生银行、中信银行、交通银行和工商银行。
- **部分银行息差环比下降主要由生息资产结构变化所致：**正如我们在前面提到的买入返售类资产占比的提升对息差有负面影响，但对净利息收入正面贡献度较大，我们认为兴业、北京、南京和宁波银行的息差呈现下降的重要原因在于高收益资产占比下降，低收益资产占比上升所致。
- **根据银行披露的数据，上半年平均存贷利差较 2009 年扩大 12BP：**由于 2008 年降息后导致的定期存款重定价进程的滞后效应于今年集中体现，使得今年上半年的存款成本下降非常明显，普遍超出分析师的预期。存款成本下降幅度大于贷款收益下降幅度使得存贷利差扩大。贷存比下降以及贷款占生息资产比重下降等结构性因素使得部分银行净息差提升幅度小于存贷利差扩大幅度。
- **我们预计下半年上市银行的息差环比稳中有升，我们的判断依据在于：**
 - **上半年贷存比已经达标，下半年吸存压力将略有缓解，存贷利差预计较为稳定：**我们认为资金的利率变动是同向的，没有理由在预期存款成本上升的同时预期贷款利率下行，若下半年信贷管控不放松，新增贷款收益率将有小幅上升。
 - **结构调整将是提升息差的可为之处：**上半年多数银行的低收益资产配置较多，贷款和债券投资额在生息资产中的比重有下降，预计下半年银行可通过收缩低收益资产的占比来提升息差。
 - **后续存款贷款重定价、债券到期重定价也会对部分银行息差有正面影响，如工行和兴业。**
- **下调上市银行全年净息差水平至 2.49%，较 2009 年上升 9 个 BP（含农行和光大），我们对全年息差的预测值虚高并不影响全年利息净收入：**需要说明的是，净息差是一个计算值（=净利息收入/平均生息资产），其大小和分母即生息资产相关度非常大，而我们模型中生成的息差水平偏高和我们对生息资产平均余额的假设偏低有关，但这并不会导致对上市银行全年利息净收入的预测值产生重要偏差。

图表 12：2010Q2 单季净息差（期初期末口径）


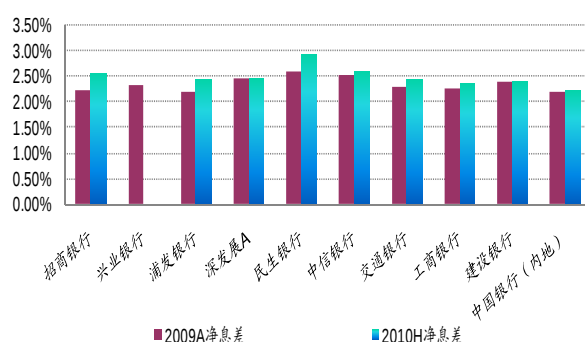
来源：齐鲁证券研究所

图表 13：2010H 累计净息差（期初期末口径）


来源：齐鲁证券研究所

图表 14：2010H 存贷利差较 2009 年扩大


来源：齐鲁证券研究所

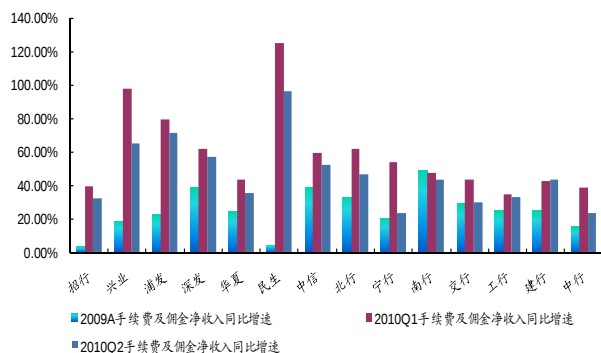
图表 15：2010H 净息差（上市公司披露值）


来源：齐鲁证券研究所

手续费收入延续 Q1 高增长态势

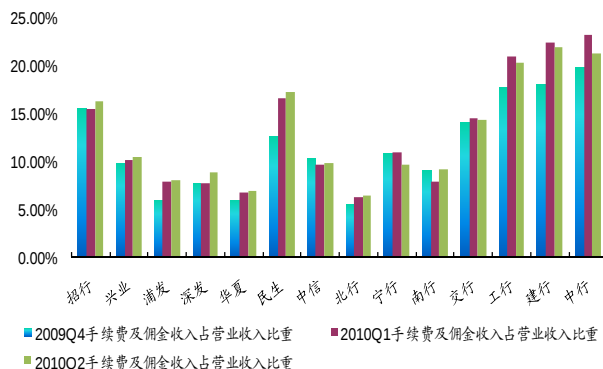
- **手续费收入高增长是业绩超预期的重要原因：**我们在跟踪上市银行中报时发现，多数银行业绩超预期的原因在于其手续费及佣金收入延续了 Q1 的高增长态势，而正是由于我们低估了该项业务收入导致了业绩超预期。
- **上半年上市银行整体手续费及佣金净收入同比实现 36% 的增长，中小银行环比仍实现良好增长：**虽然整体看 Q2 手续费及佣金净收入较 Q1 微降，但主要是大型银行环比下降，而中型银行和城商行手续费净收入环比仍分别增长 19% 和 9%，在营业收入中的比重也较 Q1 有上升。
- **由于各家银行披露的手续费组成差异较大，我们很难总结出上半年手续费收入高增长的共同驱动力，但总体看来银行卡业务、结算业务、投行业务及理财业务实现了良好增长是中间业务高增长的主要驱动力。**
- **我们上调部分银行全年手续费及佣金收入预测值后，预计全年上市银行手续费及佣金收入（含农行和光大）合计增长大约 25%-26%。**

图表 16: 上市银行手续费及佣金净收入同比增速



来源: 齐鲁证券研究所

图表 17: 手续费及佣金净收入占营业收入比重



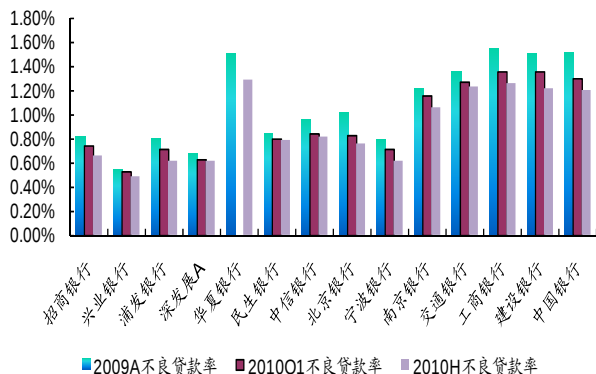
来源: 齐鲁证券研究所

全年信贷成本趋势还不明朗

上半年趋势依然很好

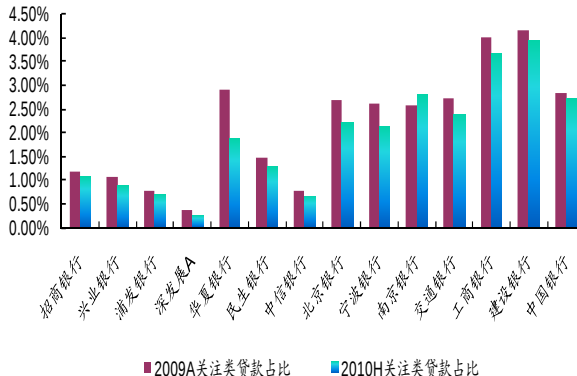
- **不良贷款主基调仍是“双降”:**截至 2010 年 6 月末, 14 家上市银行中除民生银行和中信银行外其余银行均实现了“双降”, 全部银行不良贷款率较 Q1 有明显下降, 平均降幅为 6 个基点。上市银行合计不良贷款额合计为 2839 亿 (整体不良率为 1.10%), 较年初减少 281 亿元, 较 Q1 末减少 105 亿。如果加上农行, 则上市银行整体的不良贷款额和不良贷款率分别为 3910 亿和 1.28%。
- **拨备覆盖率平均水平较 Q1 提升 16 个百分点至 222%:**除中信和交行外, 其余拨备覆盖率均在 180% 以上, 拨备超过 200% 的达到 9 家, 拨备超过 250% 的有 4 家, 即招行、兴业、浦发和北京银行。
- **上半年上市银行信贷成本平均水平为 0.38%, 低于 2009 年全年水平 0.47%。**

图表 18: 上市银行不良贷款率



来源: 齐鲁证券研究所

图表 19: 上市银行关注贷款率

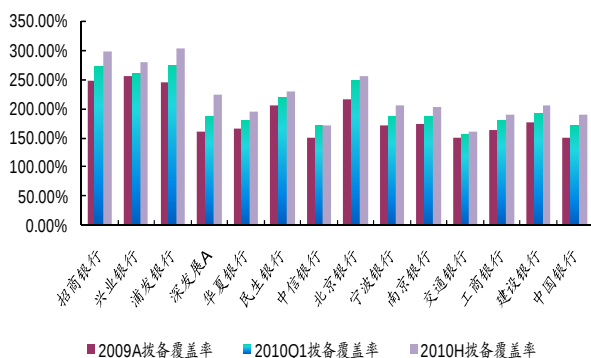


来源: 齐鲁证券研究所

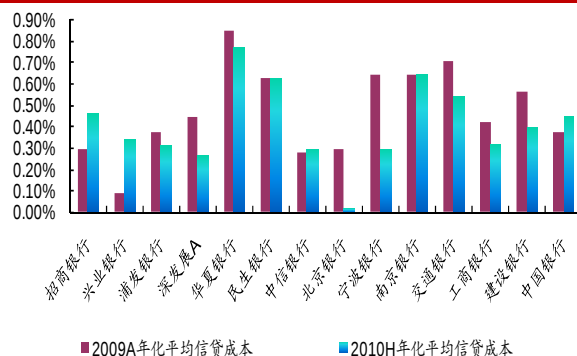
图表 20：上市银行 2010H 不良额继续下降

单位：百万元	2009H 不良额	2009Q3 不良额	2009A 不良额	2010Q1 不良额	2010H 不良额	2010H 不良 较年初下降	2010H 不良 较 Q1 下降
招商银行	9,924	9,733	9,732	9,376	8,850	-882	-526
兴业银行	4,313	4,240	3,779	3,946	3,890	111	-55
浦发银行	8,465	8,403	7,460	6,983	6,465	-995	-518
深发展 A	2,472	2,350	2,444	2,330	2,292	-152	-38
华夏银行	6,613	6,471	6,457	6,413	6,283	-174	-130
民生银行	7,801	7,284	7,397	7,455	7,512	115	57
中信银行	9,792	8,715	10,157	9,515	9,705	-452	190
北京银行	2,837	2,711	2,795	2,389	2,371	-424	-18
宁波银行	544	605	645	618	578	-66	-40
南京银行	818	804	815	812	805	-11	-8
交通银行	26,026	26,012	25,009	25,394	25,333	324	-61
工商银行	98,665	93,533	88,467	81,609	80,073	-8,394	-1,536
建设银行	77,208	73,682	72,156	68,528	65,168	-6,988	-3,360
中国银行	77,487	75,309	74,718	69,038	64,591	-10,127	-4,447
农业银行			120,241	109,543	107,086	-13,155	-2,457

来源：齐鲁证券研究所

图表 21：2010H 上市银行拨备覆盖率


来源：齐鲁证券研究所

图表 22：2010H 上市银行信贷成本


来源：齐鲁证券研究所

下半年：不确定性仍在于地方政府融资平台贷款

- **新一轮清查启动，四方对账是关键，预计 9 月完成：**新一轮清查已于 8 月启动，在完成银政企及监管部门的四方对账后，商业银行根据平台贷款的现金流情况对平台贷款的本息覆盖程度情况作为分类基础，将目前商业银行的政府融资平台划分为：可完全覆盖类、基本覆盖类、部分覆盖类和不能覆盖类四种。
- **预计清查完后进一步的整改将缓解商业银行的信贷风险：**我们预计清查完后对于现金流不足以覆盖本息的贷款，商业银行将和地方政府协商通过项目剥离、公司重组、增加新的借款主体和担保主体、补充抵质

押等各种方式，缓解信贷风险。对违规担保、资金闲置或被挪用的潜在风险较大的平台贷款，商业银行可能采取清收或减退措施。

- 我们预计整改将持续至年底，而银监会后续可能会出台一些针对政府融资平台贷款的五级分类指导及拨备计提的规定。所以我们认为政府融资平台贷款的资产质量最终取决于整改情况，而不良情况及拨备计提可能要到年底才会尘埃落定。
- 我们的测算结果显示，上市银行政府融资平台贷款不良率若上升至 1%，按照 200% 的拨备覆盖率将导致 2010 年信贷成本上升 10 个 BP。

对房地产相关贷款的资产质量的认识

- 目前部分投资者比较担心国家对房地产调控不会放松将会导致房价下行风险加大，商业银行的房地产相关贷款的风险也不容忽视。虽然我们无法对房地产行业发展趋势做出准确判断，但我们认为房价下行的幅度将在可控范围之内，对商业银行资产质量的影响也有限。
- 截至 2010 年 6 月末，上市银行（含农行）对公房地产贷款合计为 2.6 万亿，占全部贷款的比重为 8.7%。
- 我们的测算结果显示，若上市银行对公房地产贷款的不良贷款率整体上升 1 个百分点，按照 100% 的拨备覆盖率水平计提拨备，将会导致 2010 年全年信贷成本上升 8-9 个 BP。
- 我们仍然看好个人按揭贷款的资产质量，即使房价出现一定程度的下调，个人按揭贷款的不良率不会显著上升。

全年业绩展望

全年拨备前利润同比增长 27%，净利润增速为 25.8%

- 我们上调了对部分银行全年的业绩预测值，调整后 16 家上市银行拨备前利润增速达 27%，调整后净利润同比增速为 25.8%。全年业绩的不确定性在于信贷成本趋势，但拨备前利润实现快速增长较为确定。
- 我们对全年业绩上调幅度在 5% 以上的银行有：华夏银行、南京银行、中国银行和民生银行。

全年业绩的敏感性分析

- 我们的财务模型中对 2010 年不良额做了较为谨慎的假设：预计 14 家上市银行（不含农行和光大）2010 年底的不良贷款额为 3084 亿，较 2009 年底下降 35 亿，但较 2010 年中期上升 245 亿，不良贷款率上升至 1.12%。
- 对上市银行全年信贷成本的假设平均值为 0.50%，较 2009 年全年上升 3 个 BP，较 2010 年中期上升 12 个 BP：由前面我们对“政府融资平台贷款和对公房地产贷款不良贷款增加导致的信贷成本上升幅度”的测算结果看，我们的财务模型已经考虑了一定的潜在风险。
- 全年业绩对信贷成本的敏感性分析：
 - 如果信贷成本在我们预测的基础上每上升或下降 5 个 BP，全年净利润增长将因此而下降或提升 2.45 个百分点。

- 若上市银行全年信贷成本维持在中期水平，则全年净利润增速将在我们预测的基础上提升3.4个百分点，即净利润增速或将达到29%。

图表 23：上市银行 2010 年业绩增速对净利润增速的敏感性分析

	交通银行	工商银行	建设银行	中国银行	农业银行	北京银行	宁波银行	南京银行
2010E 信贷成本	0.60%	0.50%	0.50%	0.45%	0.80%	0.35%	0.50%	0.60%
净利润增速(信贷成本增加 10bp)	21.9%	21.1%	17.8%	12.8%	26.4%	22.8%	34.5%	42.4%
净利润增速(信贷成本增加 5bp)	24.6%	23.0%	19.7%	15.5%	29.2%	25.1%	37.3%	44.5%
净利润增速(信贷成本保持不变)	27.3%	25.0%	21.7%	18.2%	32.1%	27.3%	40.0%	46.5%
净利润增速(信贷成本减少 5bp)	30.0%	26.9%	23.7%	20.9%	34.9%	29.6%	42.8%	48.6%
净利润增速(信贷成本减少 10bp)	32.8%	28.8%	25.7%	23.6%	37.7%	31.9%	45.5%	50.7%

	招商银行	兴业银行	浦发银行	深发展 A	华夏银行	民生银行	中信银行	光大银行
2010E 信贷成本	0.40%	0.35%	0.45%	0.40%	0.75%	0.60%	0.50%	0.45%
净利润增速(信贷成本增加 10bp)	30.0%	22.4%	21.0%	11.0%	49.3%	19.4%	30.5%	39.3%
净利润增速(信贷成本增加 5bp)	32.9%	24.9%	24.2%	14.0%	54.5%	22.6%	33.9%	43.2%
净利润增速(信贷成本保持不变)	35.8%	27.4%	27.4%	17.0%	59.6%	25.9%	37.2%	47.1%
净利润增速(信贷成本减少 5bp)	38.7%	29.9%	30.7%	20.0%	64.8%	29.1%	40.6%	51.0%
净利润增速(信贷成本减少 10bp)	41.6%	32.4%	33.9%	23.0%	69.9%	32.3%	43.9%	54.9%

来源：齐鲁证券研究所

后期投资策略

- 首先，我们认为中报过后，市场会对银行股今年全年的业绩有一个重新认识，信贷成本大幅提升导致全年业绩显著低于我们预测值的概率并不高。
- 其次，从近期第二轮政府融资平台清查启动后的市场表现看，市场对政府融资平台风险的担忧已经逐渐减弱。而实际上我们认为越早的清查整改越有利于缓解银行业中长期信贷风险。
- 第三，诸多不确定性因素以及政策性风险已经在当前的估值中有所反映，估值下行的风险已经大大释放，但短期内仍缺乏上行的驱动力：目前银行股 2010/2011 年 PB 平均为 1.72/1.44X；2010/2011 年 PE 平均为 11.4/9.1X。
- 最后，配置思路转向“长战略”，推荐“招行+民生+浦发+华夏+宁波”。
 - 延续我们在年初提出的“短息差、中资本、长战略”的配置思路，但重点转向“长战略”，我们认为战略转型将有助于银行未来 ROE 维持在较高水平，从这一角度我们选择招商银行（零售银行）、宁波银行（中小企业专业银行）以及民生银行（民营企业+小微企业）。
 - 既然行业最大的不确定性仍在资产质量和信贷成本趋势，我们倾向于选择“贷款组合风险较小，拨备充裕”的银行，所以我们推荐招商银行、浦发银行。
 - 从估值的角度出发，结合考虑 ROE 趋势，我们选择未来 1-2 年内 ROE 不会显著下降（或反而有望提升的）且当前估值偏低的银行，如民生银行、华夏银行。

图表 24：上市银行盈利预测及估值表

股票代码	股票简称	投资评级	前收 盘价	A 股总股 本 (百万)	总市值 (百 万)	每股收益 EPS			每股净资产 BVPS		
						2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
601398.SH	工商银行	增持	4.12	250,962	1,376,158	0.39	0.45	0.54	2.02	2.33	2.87
601939.SH	建设银行	增持	4.71	167,842	1,100,676	0.46	0.52	0.63	2.38	2.86	3.49
601988.SH	中国银行	持有	3.39	177,819	860,515	0.32	0.34	0.40	2.03	2.30	2.69
601288.SH	农业银行	暂无评级	2.70	307,324	876,944	0.25	0.26	0.34	1.32	1.65	1.98
601328.SH	交通银行	增持	6.09	29,736	342,621	0.61	0.68	0.83	3.34	4.10	4.93
600036.SH	招商银行	买入	13.75	17,666	296,678	0.95	1.15	1.45	4.85	6.26	7.71
601166.SH	兴业银行	买入	25.99	5,992	155,744	2.46	2.72	3.34	11.92	15.26	18.60
600000.SH	浦发银行	买入	14.10	11,479	161,855	1.50	1.23	1.56	7.70	8.98	10.54
000001.SZ	深发展 A	增持	17.51	3,485	61,023	1.62	1.69	2.04	6.59	9.55	11.59
600015.SH	华夏银行	买入	11.90	4,991	59,387	0.75	0.88	1.15	6.06	7.83	8.98
600016.SH	民生银行	买入	5.45	22,588	145,595	0.46	0.57	0.70	3.95	3.82	4.52
601998.SH	中信银行	持有	5.72	28,556	223,271	0.37	0.41	0.49	2.63	3.06	3.55
601818.SH	光大银行	暂无评级	3.49	39,535	137,976	0.23	0.28	0.34	1.44	1.94	2.29
601169.SH	北京银行	买入	12.85	6,228	80,024	0.90	1.15	1.48	6.03	6.98	8.45
002142.SZ	宁波银行	买入	12.69	2,500	31,725	0.58	0.71	0.88	3.90	5.45	6.33
601009.SH	南京银行	增持	11.28	2,388	26,934	0.84	0.85	1.16	6.55	7.18	8.34
股票代码	股票简称	2010E ROAA	2010E ROAE	核心资本 充足率	资本充足 率	市盈率 PE			市净率 PB		
						2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
601398.SH	工商银行	1.27%	21.44%	9.41	11.34	10.70	8.84	7.38	2.04	1.72	1.40
601939.SH	建设银行	1.27%	20.45%	9.27	11.68	10.31	9.05	7.46	1.98	1.64	1.35
601988.SH	中国银行	1.01%	16.44%	9.33	11.73	10.65	9.64	8.22	1.67	1.42	1.21
601288.SH	农业银行	0.90%	19.55%	6.72	8.31	10.80	10.22	8.06	2.05	1.64	1.36
601328.SH	交通银行	1.07%	19.42%	8.94	12.17	9.92	8.95	7.36	1.82	1.49	1.24
600036.SH	招商银行	1.10%	21.74%	8.05	11.60	14.42	11.98	9.50	2.83	2.20	1.78
601166.SH	兴业银行	1.07%	21.61%	9.29	11.96	10.55	9.54	7.77	2.18	1.70	1.40
600000.SH	浦发银行	0.94%	17.65%	7.01	10.24	9.42	11.46	9.01	1.83	1.57	1.34
000001.SZ	深发展 A	0.93%	21.92%	7.20	10.41	10.81	10.36	8.58	2.66	1.83	1.51
600015.SH	华夏银行	0.65%	14.31%	6.49	10.57	15.79	13.58	10.35	1.96	1.52	1.32
600016.SH	民生银行	0.98%	16.02%	8.32	10.77	11.75	9.56	7.84	1.38	1.43	1.21
601998.SH	中信银行	1.02%	15.82%	8.26	10.95	15.59	12.69	10.75	2.17	1.71	1.47
601818.SH	光大银行	0.84%	17.75%	6.40	9.36	15.27	12.55	10.19	2.43	1.80	1.53
601169.SH	北京银行	1.18%	17.71%	10.75	12.47	14.20	11.15	8.71	2.13	1.84	1.52
002142.SZ	宁波银行	1.09%	16.03%	9.04	10.81	21.77	17.93	14.42	3.26	2.33	2.00
601009.SH	南京银行	1.29%	14.52%	10.53	11.59	13.42	14.12	10.36	1.72	1.67	1.44
上市银行平均		1.04%	18.27%			12.84	11.35	9.12	2.13	1.72	1.44
大型国有银行平均		1.10%	19.46%			10.48	9.34	7.69	1.91	1.58	1.31
中型股份制银行平均		0.95%	18.44%			12.62	11.31	9.11	2.15	1.71	1.43
城市商业银行平均		1.18%	16.09%			16.46	14.40	11.16	2.37	1.95	1.65

备注：盈利预测考虑了所有已经公开的融资计划，黄色区域为有配股计划的银行按照当前收盘价除权后的对应估值。

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501