

南汉馨

执业证书编号: S0730209090109

021-50588666-8017

nanhx@ccnew.com

底部的估值笼罩不确定的政策预期

——银行业 2010 年 4 季度投资策略

行业策略

同步大市（维持）

发布日期: 2010 年 9 月 15 日

盈利预测和投资评级

公司简称	09EPS	10EPS	10PE	评级
招商银行	0.95	1.16	11.41	增持
浦发银行	1.62	1.24	10.91	增持
民生银行	0.63	0.60	8.75	增持
华夏银行	0.75	0.83	13.40	增持

注: 股价为 2010 年 9 月 09 日收盘价

银行业相对沪深 300 指数表现



联系人: 马敬琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

估值向上需要政策支持

投资要点:

- **上市银行中期业绩靓丽。**2010 年中期上市银行（不含光大）净利润 3396 亿，同比增长 31.57%，超出市场预期。国有大行增长 29.14%，股份制银行增长 43.32%，城商行增长 43.71%。规模扩张、息差提升、信贷成本下降是业绩主要驱动力。除规模外，股份制银行主要依靠息差回升，城商行主要依靠信贷成本下降，国有银行介于二者之间。
- **二季度息差小幅反弹，后续空间有限。**中期上市银行平均净息差 2.46%，累计较 1 季度升 2 个基点。存贷利差同业资产配置力度不同导致息差出现分化。下半年行业资产负债调整空间有限、吸存仍具压力，不加息情况下息差反弹空间十分有限。
- **帐面资产质量良好但遭遇政策高压，未来不良（含关注）或有所反弹。**目前上市银行账面资产质量处于历史最好时期，但在官方表态和地产是否二次调控前都不会得到市场认可，即使中国经济增速依然保持较高水平，中国城市化进程在如火如荼的进行。我们预计下半年迫于监管层的压力，上市银行的不良（含关注类）贷款或有所反弹，不良率应该还是保持平稳。
- **投资策略：**基本面看，行业缺少正面的推动力，规模增长处于严格监管中，3: 3: 2: 2 的投放进度被严格执行，息差未来回升的空间也十分有限，相反由于拨备政策的不确定性，行业短期业绩增长预期不断受到扰动。政策面上看，银监会对平台贷款分类的最终态度和拨备评价标准的认定存在不确定性，以及近期多数城市房价创出历史新高是否会引发二次调控也未可知，在这两个政策走向没有明确前，板块估值会始终受到政策的压制。但底部的估值水平使得行业估值下降的空间也不大，因为即使经济二次探底，房价出现波动，银行股目前的估值也是具有支撑的，其实我们理解市场对银行板块重燃热情，仅仅需要的是政策的支持。但在相关政策靴子落地前，板块依然是“同步大市”的走势。个股方面，我们维持对招行、民生、浦发、华夏的推荐。
- **风险提示：**宏观经济二次探底、地方融资平台贷款质量超预期恶化、二次地产调控、央行非对称加息。

目 录

1. 上市银行中期业绩靓丽	3
2. 二季度息差小幅反弹，后续空间有限	4
3. 资产质量：帐面良好但遭遇政策高压	6
3.1 政策高压下不良（含关注）或有所反弹	6
3.2 拨备计提政策是影响短期业绩的最大不确定因素	8
4. 估值向下有支撑	9
5. 行业依然笼罩不确定性的政策预期	10
6. 2010 年 4 季度银行业投资策略	10
7. 上市银行限售股解禁情况	12
8. 行业风险提示	12
9. 重点公司	12

图表目录

图 1：银行股PB（MRQ）走势	9
图 2：银行股PB相对大盘	10
表 1：上市银行盈利概览	3
表 2：上市银行业绩增长归因	4
表 3：上市银行累计净息差	5
表 4：上市银行不良率不良余额	7
表 5：上市银行关注类贷款比例及余额	7
表 6：上市银行拨备覆盖率与贷款准备金率	8
表 7：上市银行信贷成本	9
表 8：上市银行估值表	11
表 9：上市银行限售股份解禁时间表及解禁比例	12

1. 上市银行中期业绩靓丽

2010年中期上市银行（含农行，不含光大）实现净利润3396.28亿，同比增长31.57%，超出市场预期。其中国有大行实现净利润2764.10亿，同比增长29.14%，股份制银行实现净利润568.53亿，同比增长43.32%，城商行实现净利润63.65亿，同比增长43.71%。

从业绩的驱动来源看，生息资产规模扩张是上市银行业绩增长第一位的驱动因素，息差和信贷成本是次于规模的两大驱动因素。

分板块来看，国有银行除了规模扩张外，工行、农行、交行更多依靠息差的回升，而建行和中行更多是依靠信用成本的下降；股份制银行除了规模扩张外，息差对利润的贡献都要大于拨备的推动，显示出股份制银行息差回升更为强劲，仅深发展息差表现为同比下降；城商行业绩的驱动则主要是依靠规模和信用成本的下降，息差同比的基本持平或下降使得息差对业绩增长的贡献不明显或者为负。

表 1：上市银行盈利概览

	营业收入			净利润		
	2010H	2010Q1	2009	2010H	2010Q1	2009
工商银行	22.48%	19.83%	-0.10%	27.55%	18.24%	16.37%
建设银行	17.15%	15.00%	-0.12%	26.75%	33.92%	15.32%
农业银行	30.45%	n.a.	5.25%	40.17%	n.a.	26.33%
中国银行	23.32%	33.69%	1.71%	25.77%	41.79%	31.16%
交通银行	34.19%	33.98%	5.58%	30.66%	31.68%	5.93%
招商银行	33.48%	30.88%	-6.98%	59.80%	40.42%	-12.94%
中信银行	49.12%	46.81%	1.61%	53.81%	36.48%	9.31%
民生银行	22.77%	41.51%	20.11%	20.94%	71.66%	53.40%
浦发银行	36.42%	35.71%	6.55%	33.93%	38.66%	5.59%
兴业银行	46.23%	43.16%	6.61%	40.82%	38.68%	16.66%
光大银行	n.a.	n.a.	-1.79%	n.a.	n.a.	4.47%
深发展 A	13.42%	8.61%	4.14%	31.23%	40.64%	719.29%
华夏银行	49.32%	54.80%	-2.74%	80.57%	86.09%	22.45%
北京银行	31.93%	34.26%	-3.33%	33.56%	39.31%	3.99%
南京银行	47.18%	36.35%	12.53%	49.78%	42.42%	6.08%
宁波银行	45.78%	38.83%	22.67%	78.80%	40.74%	9.44%
国有大行	23.72%	22.91%	1.71%	29.14%	29.20%	19.47%
中型银行	35.67%	37.72%	3.07%	43.32%	45.36%	13.98%
城商行	37.61%	35.64%	4.04%	43.71%	40.10%	5.25%
上市银行合计	25.93%	26.01%	1.99%	31.57%	32.05%	18.22%

资料来源：公司公告、中原证券

其他因素费用收入比和中间业务对上市银行盈利也有小幅的贡献,但影响程度不一。

2010年上市银行净手续费收入同比增长44%,增长强劲,但整体上对利润增长贡献有限。费用收入比方面,半数银行费用收入比同比有所下降,带动利润增长,招行上半年由于费用投入未达进度,对利润增长贡献度达到了20%。

表 2: 上市银行业绩增长归因

	规模	息差	手续费	其他非息	费用	拨备	营业外	所得税	净利润
工商银行	16.95%	6.56%	1.82%	-2.84%	3.44%	3.72%	-0.54%	-1.56%	27.55%
建设银行	18.26%	-3.29%	5.33%	-3.14%	2.74%	7.69%	-0.36%	-0.47%	26.75%
农业银行	21.39%	11.76%	-0.20%	-2.50%	-1.07%	7.32%	-0.94%	4.42%	40.17%
中国银行	22.75%	0.19%	0.09%	0.29%	-1.85%	4.11%	-0.19%	0.38%	25.77%
交通银行	12.19%	22.23%	-0.67%	0.44%	-4.22%	1.55%	-0.13%	-0.74%	30.66%
招商银行	23.04%	18.41%	-1.64%	-6.33%	19.67%	15.88%	-1.71%	-7.52%	59.80%
中信银行	30.20%	12.00%	-1.30%	-1.61%	3.16%	2.60%	-0.22%	0.05%	44.89%
民生银行	22.42%	29.30%	6.29%	-35.24%	-10.57%	9.78%	-0.82%	-0.23%	20.94%
浦发银行	14.39%	20.16%	2.42%	-0.55%	-15.23%	9.06%	1.41%	2.27%	33.93%
兴业银行	36.61%	9.02%	1.86%	-1.27%	10.40%	-16.12%	0.66%	-0.34%	40.82%
深发展 A	18.44%	-2.01%	2.82%	-5.84%	-6.63%	23.45%	1.93%	-0.94%	31.23%
华夏银行	16.83%	35.10%	-1.31%	-1.30%	8.55%	29.26%	-0.36%	-6.20%	80.57%
北京银行	30.68%	0.73%	0.91%	-0.39%	-7.74%	9.22%	0.12%	0.04%	33.56%
南京银行	58.16%	-6.71%	-0.84%	-3.44%	-3.67%	8.94%	0.36%	-3.02%	49.78%
宁波银行	65.92%	-14.99%	-3.21%	-1.94%	9.67%	15.71%	17.83%	-10.18%	78.80%

资料来源: 公司公告、中原证券

2. 二季度息差小幅反弹, 后续空间有限

2010年中期上市银行平均净息差为2.46%, 较09年中期回升15个基点, 累计净息差较2010年1季度回升2个基点, 总体上呈现小幅的反弹。

分板块看, 息差表现则有所分化。股份制银行息差最为强劲, 中期平均净息差为2.54%, 较09年末回升了17个基点, 较2010年1季度回升了4个基点; 国有银行净息差反弹力度次之, 平均净息差为2.34%, 较09年末回升了9个基点, 较2010年1季度回升了3个基点; 城商行则一直呈现息差下滑的趋势, 分别较09年末和2010年中期下滑10个基点和5个基点。

分析2季度行业息差变动的特点, 共性的驱动因素来自同业业务收益率上升、票据的压缩以及存款重定价带来的负债成本的下降, 差异化的因素主要在于存贷利差的不同和同业资产配置力度的不同。

除了息差共性的驱动力外，国有银行息差的回升还来自贷款占比的上升，但国有银行贷款收益率均较09年有所下降，导致虽然存款成本下降，但存贷差除了工行外平均较09年有12个基点的下降，这也是造成国有银行息差回升不及股份制银行的主要原因。

股份制银行息差反弹最为强劲，主要受益于贷款收益率上行带来的存贷利差的回升，存贷差平均较09年回升了32个基点，但个别银行比如兴业由于加大了同业资产的运作使得净息差环比出现下降。

对于城商行，则因为存贷利差下降和同业资产占比大幅提升致使净息差在1季度下降的基础上继续下降。

展望下半年，1) 票据基本上压缩到了极限，未来配置有重新回升的可能，2) 负利率下银行吸存的压力将长期存在，3) 在贷款受限的情况下，继续加大同业资产的配置会拉低息差水平，因此在不加息的情况下，行业息差反弹的空间已经十分有限。

表 3：上市银行累计净息差

	2008	2009Q1	2009H	2009Q3	2009	2010Q1	2010H
工商银行	2.95%	2.28%	2.25%	2.22%	2.26%	2.30%	2.37%
建设银行	3.24%	2.58%	2.46%	2.41%	2.41%	2.39%	2.41%
农业银行	3.03%	2.30%	2.21%	-	2.28%	2.42%	2.47%
中国银行	2.63%	2.14%	2.04%	2.03%	2.04%	2.04%	2.04%
交通银行	3.01%	2.25%	2.20%	2.21%	2.29%	2.41%	2.43%
招商银行	3.42%	2.31%	2.24%	2.21%	2.23%	2.49%	2.56%
中信银行	3.33%	2.52%	2.47%	2.61%	2.51%	2.57%	2.60%
深发展 A	3.02%	2.70%	2.51%	2.49%	2.47%	2.42%	2.46%
民生银行	3.14%	2.52%	2.31%	2.52%	2.67%	2.86%	2.92%
浦发银行	2.89%	2.10%	2.10%	2.25%	2.33%	2.41%	2.45%
兴业银行	2.91%	2.28%	2.21%	2.27%	2.33%	2.42%	2.36%
华夏银行	2.52%	1.87%	1.88%	1.97%	2.03%	2.36%	2.41%
北京银行	2.93%	2.39%	2.32%	2.34%	2.34%	2.38%	2.34%
南京银行	3.18%	2.66%	2.64%	2.58%	2.68%	2.54%	2.52%
宁波银行	3.44%	2.93%	2.91%	2.85%	2.79%	2.73%	2.64%
国有大行	2.97%	2.31%	2.23%	2.22%	2.26%	2.31%	2.34%
中型银行	3.03%	2.33%	2.25%	2.33%	2.37%	2.50%	2.54%
城商行	3.18%	2.66%	2.62%	2.59%	2.60%	2.55%	2.50%

资料来源：公司公告、中原证券

3. 资产质量：帐面良好但遭遇政策高压

3.1 政策高压下不良（含关注）或有所反弹

从上市银行中报披露的情况看，二季度上市银行的资产质量继续改善。不良率方面，所有银行的不良率均实现下降，包括农行在内的15家上市银行的平均不良率为0.99%，较09年末下降0.2个百分点，较2010年1季度下降0.05个百分点，呈现逐季改善的态势，但趋势已经放缓；不良余额方面，仅有中信和民生的不良余额在2季度略有上升，包括农行在内的15家上市银行的不良余额较09年末下降413亿，较2010年1季度下降65亿，同样是逐季改善，但趋势已经放缓。

由于关注类贷款是潜在的不良贷款，我们也需要重视关注类贷款的演变趋势。从关注类贷款的占比看，除南京银行关注类贷款占比较09年末有所上升外，包括农行在内的15家上市银行的关注类贷款占比较09年末均实现下降，平均下降了0.32个百分点；从关注类贷款的余额看，则呈现分化的态势，工行、中行、建行、浦发、南京行的关注类贷款余额较09年末出现上升，其余银行实现下降。

对于市场最为担忧的地方融资平台贷款的质量问题，从上市银行中期业绩推介会上反馈的信息来看，上市银行投向融资平台的贷款质量目前依然十分良好，不良率都处于极低的水平，部分银行的平台贷款甚至零不良。

但从银行股的市场走势来看，如此良好的资产质量显然没有得到市场的认可。我们认为市场对银行帐面质量的不认可合情合理，一方面09年的激进放贷的风险需要释放、房地产的政策及走势需要明确、银监会不停提示风险，一方面上市银行目前资产质量处于历史上最好的时期，继续大幅改善已然不可能，相反面临不良上升的压力。

短期甚至较长期来看，我们都认为上市银行资产质量大幅恶化的可能性非常小，因为可见的是中国经济增速依然保持在较高的水平，中国的城市化进程也依然在如火如荼的进行，但下半年迫于监管层的压力，我们预计上市银行的不良（含关注类）贷款可能会有所反弹，不良率应该还是保持平稳。

表 4: 上市银行不良率不良余额

	不良率			不良余额		
	2009	2010Q1	2010H	2009	2010Q1	2010H
工行	1.54%	1.35%	1.26%	88467	81609	80073
农行	2.91%	2.46%	2.32%	120241	109543	107086
中行	1.52%	1.30%	1.20%	74718	69038	64591
建行	1.50%	1.35%	1.22%	72156	68528	65168
交行	1.36%	1.27%	1.22%	25009	25394	25333
中信	0.95%	0.84%	0.81%	10157	9515	9705
招行	0.82%	0.74%	0.67%	9732	9376	8850
兴业	0.54%	0.53%	0.49%	3779	3946	3890
浦发	0.80%	0.71%	0.62%	7460	6983	6465
民生	0.84%	0.80%	0.79%	7397	7455	7512
深发	0.68%	0.63%	0.61%	2444	2330	2292
华夏	1.50%	-	1.28%	6457	-	6283
北京	1.02%	0.82%	0.76%	2795	2389	2371
南京	1.22%	1.15%	1.05%	815	812	805
宁波	0.79%	0.71%	0.62%	645	618	578

资料来源: 公司公告、中原证券

表 5: 上市银行关注类贷款比例及余额

	关注类余额			关注类比例		
	2009	2010Q1	2010H	2009	2010Q1	2010H
工行	228933		233146	4.00%		3.67%
农行	324810	307134	312220	7.85%	6.90%	6.75%
中行	139067		146231	2.83%		2.71%
建行	200774		209591	4.17%		3.92%
交行	50245	47000	49708	2.73%	2.35%	2.40%
中信	8227		8046	0.77%		0.67%
招行	14119		14083	1.19%		1.06%
兴业	7479	7076	7056	1.07%	0.95%	0.89%
浦发	7302	6722	7308	0.79%	0.68%	0.70%
民生	12928		12290	1.46%		1.29%
深发	1356	1076	929	0.38%	0.29%	0.25%
华夏	12542		9199	2.92%		1.88%
北京	7326		6810	2.68%		2.20%
南京	1730	2084	2127	2.60%	2.94%	2.79%
宁波	2131	2119	1981	2.60%	2.42%	2.12%

资料来源: 公司公告、中原证券

3.2 拨备计提政策是影响短期业绩的最大不确定因素

拨备覆盖率方面，上市银行中期平均拨备覆盖率为216.39%，较09年末提升了33.80个百分点，较2010年1季度提升了14.36个百分点，提升较为明显，但如果看拨备对总贷款余额的覆盖程度，则并没有明显的提升，2010年中期的平均贷款准备金率为1.99%，较09年末下降了0.03个百分点。

从信贷成本看，上市银行2010年上半年的信贷成本都处于较低的水平，成为上半年业绩增长的推动力。下半年上市银行的拨备计提面临来自两方面的不确定性，一是平台贷款最终的分类结果会影响到下半年的拨备提取，二是媒体披露的按照贷款总额计提减值准备比例为2.5%的方案最终是否会施行。一旦拨备计提的标准能够最终有定论，我们认为市场对银行来自短期业绩的担忧会消除。至于对银行长期资产质量的不信任担忧的减弱，还需要得到地产政策明朗的确认以及明年经济趋势的确认。

表 6：上市银行拨备覆盖率与贷款准备金率

	拨备覆盖率			贷款准备金率		
	2009	2010Q1	2010H	2009	2010Q1	2010H
工行	164.41%	179.76%	189.81%	2.54%	2.42%	2.39%
农行	105.37%	123.25%	136.11%	3.06%	3.03%	3.15%
中行	151.17%	172.09%	188.44%	2.30%	2.24%	2.26%
建行	175.77%	192.16%	204.72%	2.63%	2.59%	2.49%
交行	151.05%	155.25%	161.17%	2.05%	1.97%	1.97%
中信	149.36%	170.08%	169.92%	1.42%	1.43%	1.38%
招行	246.66%	272.26%	297.59%	2.02%	2.01%	1.98%
兴业	254.93%	261.39%	278.80%	1.37%	1.38%	1.37%
浦发	245.93%	273.63%	302.26%	1.98%	1.93%	1.86%
民生	206.04%	219.05%	229.42%	1.73%	1.77%	1.80%
深发	161.84%	187.53%	224.09%	1.10%	1.17%	1.37%
华夏	166.84%	-	194.12%	2.50%	-	2.49%
北京	215.69%	246.70%	255.13%	2.21%	2.02%	1.95%
南京	173.74%	187.77%	208.58%	2.13%	2.15%	2.15%
宁波	170.06%	187.47%	205.69%	1.34%	1.32%	1.27%

资料来源：公司公告、中原证券

表 7: 上市银行信贷成本

	2008	2009H	2009	2010
工行	0.84%	0.37%	0.42%	0.32%
建行	1.27%	0.79%	0.94%	0.61%
农行	1.21%	-	1.22%	0.90%
中行	0.55%	0.37%	0.38%	0.44%
交行	0.88%	0.59%	0.71%	0.54%
招行	0.72%	0.60%	0.39%	0.46%
中信	0.87%	0.28%	0.27%	0.30%
民生	0.94%	0.62%	0.63%	0.63%
浦发	0.56%	0.51%	0.38%	0.31%
兴业	0.72%	0.03%	0.09%	0.34%
华夏	1.36%	0.72%	0.85%	0.77%
深发	2.76%	0.65%	0.45%	0.26%
北京	0.98%	0.27%	0.30%	0.02%
南京	1.13%	0.90%	0.65%	0.65%
宁波	0.60%	0.65%	0.64%	0.30%

资料来源：公司公告、中原证券

4. 估值向下有支撑

目前上市银行平均的2010年PE为10.57倍，PB为1.60倍，估值依然处于较低的水平；行业整体静态PB估值为2.06倍，基本处于历史最低水平，对大盘整体估值的比例为68.21%，也基本为最低水平，即使考虑到明年经济二次探低和房地产调以及控融资平台清理，目前的估值向下的空间也不大。

图 1: 银行股PB (LCY) 走势



资料来源：WIND、中原证券

图 2：银行股PB相对大盘



资料来源：WIND、中原证券

5. 行业依然笼罩不确定性的政策预期

是否二次地产调控。在号称史上最严厉的房产新政出台后，地产成交量一度萎缩，房价也略有下降，政策开始进入观察期，但近期地产成交量逐步回暖，特别是8月反弹更为剧烈，多数城市的房价创出历史新高，这难免引发市场的担忧，担忧如果在9月成交量继续回升，特别是房价继续上涨的情况下，会引发政府对地产的新一轮的调控。对银行板块来说，房价再次上涨可能引发的新一轮的调控预期始终是压制板块估值有效提升的压制因素。

拨备计提政策的最终认定。下半年上市银行的拨备计提面临来自两方面的不确定性，一是平台贷款最终的分类结果会影响到下半年的拨备提取，二是媒体披露的按照贷款总额计提减值准备比例为2.5%的方案最终是否会实行。在银监会对拨备政策计提标准明确前，板块的表现同样始终会受到政策不确定的压制。

6. 2010年4季度银行业投资策略

从基本面上看，行业基本面缺少来自正面的推动力：规模增长一直处于严格监管下，3: 3: 2: 2的投放进度被严格执行；2季度行业息差回升好于市场预期，但多方面因素决定息差未来回升的空间十分有限。相反由于涉及平台贷款分类、拨备计提标准以及贷款总的拨备评价标准存在不确定性，行业短期的业绩增长预期不断受到扰动。

从政策面上看，银监会对平台贷款分类的最终态度和贷款总的拨备评

价标准的认定目前还存在不确定性,以及近期房地产成交量的大幅回暖特别是多数城市房价创出历史新高是否会引发政府对地产的二次调控目前也未可知,在这两个政策走向没有明确前,板块估值会始终受到政策的压制。

但底部的估值水平使得行业估值向下的空间也不大,因为即使经济二次探底,房价出现波动,银行股目前的估值也是具有支撑的,因为毕竟目前中国包括全球的经济都好于08年,房价也不可能出现较多下跌。

其实我们理解市场对银行板块重燃热情,仅仅需要的是政策的支持。但在相关政策靴子落地前,板块依然是“同步大市”的走势。

个股方面,我们依然偏好招行、民生、浦发、华夏。

表 8: 上市银行估值表

	EPS				PE				BVPS	PB	P	评级
	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	2010E	2010E	10.9.09	
工行	0.33	0.39	0.46	0.57	12.39	10.49	8.89	7.18	2.32	1.76	4.09	增持
建行	0.40	0.46	0.51	0.61	11.63	10.11	9.08	7.56	2.81	1.65	4.65	增持
农行	0.13	0.25	0.26	0.35	20.69	10.76	10.31	7.80	1.66	1.62	2.69	增持
中行	0.25	0.32	0.38	0.45	13.36	10.44	8.89	7.39	2.25	1.48	3.34	观望
交行	0.58	0.61	0.71	0.86	10.29	9.79	8.41	6.94	4.03	1.48	5.97	增持
招行	1.42	0.95	1.16	1.40	9.32	13.93	11.41	9.45	6.18	2.14	13.23	增持
中信	0.34	0.37	0.40	0.48	16.06	14.76	13.68	11.36	3.02	1.81	5.46	观望
民生	0.42	0.63	0.60	0.72	12.43	8.29	8.75	7.20	3.90	1.34	5.22	增持
浦发	2.21	1.62	1.24	1.50	6.13	8.36	10.91	9.05	8.65	1.57	13.54	增持
兴业	2.28	2.66	2.72	3.27	10.79	9.25	9.04	7.52	15.15	1.62	24.60	增持
光大	0.26	0.23	0.27	0.34	13.42	15.17	12.93	10.26	1.93	1.81	3.49	增持
华夏	0.62	0.75	0.83	1.07	17.94	14.83	13.40	10.39	8.11	1.37	11.12	增持
北京	0.87	0.90	1.19	1.44	14.33	13.86	10.48	8.69	7.04	1.77	12.47	增持
南京	0.79	0.84	0.71	0.91	14.08	13.24	15.68	12.25	6.40	1.74	11.12	增持
宁波	0.53	0.58	0.75	0.93	24.36	22.26	17.26	13.81	5.60	2.31	12.91	增持

资料来源: 公司公告、中原证券

7. 上市银行限售股解禁情况

表 9：上市银行限售股份解禁时间表及解禁比例

单位：百万股、%

	解禁日期	解禁数量（股）	占已流通数量比例（%）	占总股本比例（%）	上市股份类型
农行	2010-10-15	5,032,028,000	48.81	1.55	首发机构配售股份
	2011-7-15	5,114,117,500	49.60	1.57	首发战略配售股份
	2012-1-16	5,114,117,500	49.6	1.57	首发战略配售股份
	2013-7-15	258,592,941,197	2508.1	79.62	首发原股东限售股份
	2015-5-15	9,891,764,707	95.94	3.05	首发原股东限售股份
中信	2013-4-29	213,835,341	0.81	0.55	首发原股东限售股份
光大	2010-11-18	1,550,000,000	63.27	3.92	首发机构配售股份
	2011-8-18	2,100,000,000	85.71	5.31	首发战略配售股份
	2013-8-19	33,434,790,000	1364.69	84.57	首发原股东限售股份
深发	2013-7-1	379,580,000	12.22	10.89	定向增发机构配售股份
北京	2010-9-20	2,272	57.44	36.48	首发原股东限售股份
浦发	2010-9-29	904	11.41	10.24	定向增发机构配售股份
华夏	2011-5-18	416,000,000	10.99	8.34	股权分置限售股份
	2011-10-20	790,528,316	20.89	15.84	定向增发机构配售股份

资料来源：公司公告

8. 行业风险提示

- （1）、宏观经济二次探底。
- （2）、地方融资平台贷款质量超预期恶化。
- （3）、新一轮地产调控。
- （4）、央行非对称加息。

9. 重点公司

招商银行 (600036): 积极应对脱媒与利率市场化

增持 (维持)

市场数据 (2010 年 09 月 09 日)

收盘价 (元)	13.23
一年内最高/最低 (元)	23.48/10.68
沪深 300 指数	2926.46
市净率 (倍)	2.28
流通市值 (亿元)	2337

基础数据 (2010 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	5.79
净息差 (%)	2.56
净资产收益率 (%)	21.15
资本充足率 (%)	11.15
总股本/流通股 (万股)	2157660/1766613
B 股/H 股 (万股)	/391048

个股相对沪深 300 表现



报告关键要素:

应对脱媒和利率市场化, 积极转型

投资要点:

- **应对脱媒和利率市场化, 积极转型。**公司目前正在进行的二次转型, 最重要的目的就是减少资本消耗, 提高资本回报率, 是一次转型的深化; 为应对利率市场化, 将更多面向个人和中小企业, 同时提高风险定价能力, 整合业务流程, 减少资本消耗, 转型将令公司未来应付脱媒和利率市场化更为从容。
- **银信合作理财产品的清理规范对公司的影响不大。**公司以前一直在梳理理财业务的风险属性, 并划分为表内表外分别进行核算, 目前留存在表外的理财产品都是不保本、不承担投资风险的; 初步核算公司需转入表内的银信理财产品不到 100 亿, 整体对公司影响不大。
- **资产质量稳定、对地方融资平台贷款相对谨慎。**2010 年中期公司的不良贷款率为 0.67%, 较 1 季度下降 0.07 个百分点, 不良余额为 88.50 亿, 较 1 季度下降 5.26 亿, 拨备覆盖率 297.59%, 公司资产质量良好。根据银监会口径, 公司政府融资平台贷款占公司贷款总额的比例为 10.77%, 较年初下降 0.15 个百分点, 不良率为 0.09%, 拨备覆盖率为 2380%。
- **上半年息差回升弹性大, 后续还略有空间。**上半年公司息差回升幅度在上市银行中表现抢眼, 7 月份的息差水平与 6 月份差不多, 从全年来看, 下半年息差在上半年的基础上还有些上升空间, 但空间已经不大。
- **维持“买入”评级。**预计公司 2010 和 2011 年每股收益分别为 1.16 元、1.40 元, 对应配股后摊薄市盈率分别为 11.41 倍和 9.45 倍, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 宏观经济二次探底, 地方融资平台贷款恶化超预期、二次地产调控、非对称加息。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	55308	51446	68078	82157
增长比率 (%)	35.04	-6.98	32.33	20.68
净利润 (百万元)	20946	18235	25084	30156
增长比率 (%)	38.27	-12.94	37.56	20.22
每股收益 (元)	1.42	0.95	1.16	1.40
市盈率 (倍)	9.32	13.93	11.41	9.45

华夏银行 (600015): 仍存改善空间

增持 (维持)

市场数据 (2010 年 09 月 09 日)

收盘价 (元)	11.12
一年内最高/最低 (元)	12.81/9.60
沪深 300 指数	2926.46
市净率 (倍)	1.70
流通市值 (亿元)	421

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	6.54
净息差 (%)	2.41
净资产收益率 (%)	18.42
资本充足率 (%)	10.57
总股本/流通股 (万股)	499053/378400
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 表现



报告关键要素:

中期业绩验证改善预期, 但仍存改善空间

投资要点:

- **二季度单季净息差强劲回升 9 个基点。**公司中期净利润大幅增长 80.57%, 主要是息差大幅回升所致, 上半年公司累计净息差为 2.41%, 同比升 56 个基点, 单季回升 9 个基点。从收益率端, 公司日均余额贷款利率上升明显, 为 5.23%, 较 09 年上升了 41 个基点, 从成本端, 公司存款日均余额的成本率为 1.35%, 较 09 年下降 22 个基点, 主要得益于公司资产负债结构的明显改善以及议价能力提升。
- **关注类贷款占比大幅下降、贷款质量持续改善。**中期末公司不良贷款余额 62.83 亿, 较年初下降 1.74 亿, 不良率为 1.28%, 较年初下降 0.22 个百分点; 关注类贷款的改善更为明显, 余额为 91.99 亿, 较年初大幅下降 33.43 亿, 占比为 1.88%, 大幅下降 1.03 个百分点, 判断关注类贷款的减少更多应是向上迁徙的结果。
- **信用成为维持高位, 拨备充足。**公司年化的信贷成本为 0.77%, 维持在较高的水平; 拨备覆盖率从年初的 166.84% 上升至 194.12%, 拨备/总贷款的比例为 2.49%, 覆盖程度处于行业前列。
- **维持“增持”评级。**我们调高公司 2010、2011 年的 EPS 至 0.83、1.07 元, 对应 PE 为 13.40、10.39 倍, 公司前期的股价表现已经反映了本期财务数据的改善, 短时期内公司股价可能缺乏来自自身的催化剂, 但鉴于公司未来管理与财务表现仍存改善空间, 维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 宏观经济二次探底, 地方融资平台贷款恶化超预期、房价失控、非对称加息。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	17611	24259	33383	40136
增长比率 (%)	23.50	-2.74	37.61	20.23
净利润 (百万元)	3071	3760	5686	7298
增长比率 (%)	46.15	22.45	51.22	28.35
每股收益 (元)	0.70	0.75	0.83	1.07
市盈率 (倍)	17.94	14.83	13.40	10.39

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。