

银行 II

“息差”属远虑，“拨备”乃近忧

——关于银行业政策性风险的一些认识

 评级: **增持** 前次: **增持**

分析师

程娇翼

S0740210080001

021-58303675

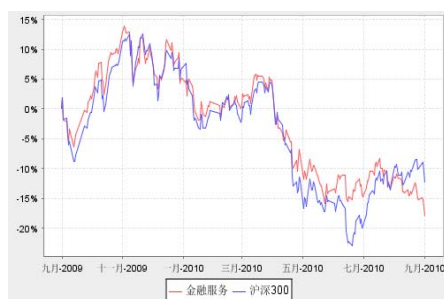
chengjy@qlzq.com.cn

2010 年 9 月 17 日

基本状况

上市公司数	16
行业总市值(百万元)	4885981.72
行业流通市值(百万元)	2782904.27

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	12.80	12.80
	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	2762	2762
民生银行	股价(元)	7.91	5.01	5.01
	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	1338	1338
浦发银行	股价(元)	21.69	13.02	13.02
	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	1495	1495

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

- 虽然本文重点强调了当前银行业面临的政策性风险, 但我们对二级市场走势并不悲观。主要原因在于(1) 决定银行股走势的最根本驱动力在于经济环境, 目前拨备等政策性风险之所以被市场所放大的根本原因在于投资者对经济的认识还比较悲观所致。(2) 当前银行股的估值已经反映了(至少反映了绝大部分) 长期息差和杠杆下降的趋势。
- 我们认为监管当局对银行业潜在风险的认识导致的监管政策(尤其是拨备政策) 趋紧是行业需面临的最大的政策性风险。短期看, 我们认为 2010 年底出台单针对政府融资平台贷款的五级分类及拨备计提的政策的可能性较大, 我们预计这类监管政策对商业银行 2010 年业绩的影响在可承受范围之内。
- 相对长的时期内(主要是 2011 年), 我们认为监管层可能会提高针对目前分类为正常和关注的贷款的拨备计提标准, 包括但不限于一刀切规定拨贷比或者提高五级分类各类贷款的拨备计提比例标准。这类监管政策除一次性对当年业绩形成较大冲击外, 还会直接导致未来每年信贷成本有不同程度的上升。但理性思考后我们更倾向于认为针对所有贷款的拨备政策不应成为长期标准, 其本质应是“逆周期监管”的一种表现形式。
- 在正文中我们给出了四种可能在 2010-2011 年出现的拨备政策, 这些仅是我们建立在已知事实上的合理推测, 目的方面是为了让投资者对“拨备政策对上市银行业绩的影响幅度以及因此而导致的二级市场估值水平的变化”有一个大概认识, 另一方面也是希望引导投资者对拨备政策有充分的预期, 以便在正式监管政策出台后能够把握超预期带来的投资机会。
- 相比拨备, 货币政策导致息差的小幅变动对近两年业绩的影响程度要小的多。即使非对称加息或者小幅放开存款利率, 对银行业 NIM 的冲击在 5 个基点以内。而且我们认为短期内利率市场化有实质性进展的概率偏小, 故我们不是很担心其对商业银行盈利的冲击。

内容目录

拨备是近忧.....	- 3 -
2010 年出台单针对政府融资平台贷款的分类及拨备政策的概率较大.....	- 3 -
我们推测的两种可能的单针对政府融资平台贷款的政策	- 3 -
提高对正常和关注类贷款的拨备可能是 2011 年监管的方向	- 5 -
我们推测的两种未来针对所有贷款的拨备政策.....	- 5 -
息差属远虑.....	- 7 -
短期：非对称加息的心理影响占主导	- 7 -
长期：利率市场化的冲击短期不会有实质性体现	- 8 -
BASEL III 不是资本问题的症结所在.....	- 8 -
我们不悲观的原因：还是估值	- 9 -

图表目录

图表 1：严格分类后最终平台贷款不良率上升对上市银行 2010 年业绩的影响..	- 4 -
图表 2：若规定平台贷款的拨备/贷款余额比例应达到 A%的影响.....	- 4 -
图表 3：提高拨贷比（拨备/总贷款）至 2.5%的影响.....	- 6 -
图表 4：监管当局可提高五级分类的拨备计提标准	- 6 -
图表 5：正常类贷款的计提比例提高至 1.5%，关注类至 5%	- 7 -
图表 6：正常类贷款的计提比例提高至 2%，关注类至 10%	- 7 -
图表 7：BASEL III 标准及时间表.....	- 8 -
图表 8：长期息差和杠杆下降的模拟测算 1：银行的估值底为 1.48XPB	- 9 -
图表 9：长期息差和杠杆下降的模拟测算 2：银行的估值底为 1.66XPB	- 9 -
图表 10：上市银行盈利预测及估值表	- 10 -

拨备是近忧

2010 年出台单针对政府融资平台贷款的分类及拨备政策的概率较大

- 虽然目前商业银行均表示其政府融资平台贷款的资产质量良好，风险可控。但监管当局掌握的数据远比商业银行公布的数据悲观的多。监管层对未来潜在风险的担忧导致其出台一些拨备政策是银行业短中期需面临的政策性风险之一。
- 短期看，我们认为 2010 年底出台单针对政府融资平台贷款的五级分类及拨备政策的可能性较大，依据在于：今年自年初到现在监管的重点都集中在摸底和排查平台贷款的风险方面，目前是仅有过程没有结果，所以我们认为银监会可能会根据排查及整改的情况出台一些政策为全年的监管工作上句号。
- 我们在下文中将会给出我们推测可能出台的政策以及对上市银行 2010 年业绩的影响。在未考虑我们下文所提到的各类政策前，我们目前对上市银行 2010 年净利润的预测值（含农行和光大）为 6377 亿元，同比增长 25.8%，其中拨备前利润同比增长 27%。

我们推测的两种可能的单针对政府融资平台贷款的政策

- 可能的政策一为出台较为严格的平台贷款“五级分类”的指引（如按照项目现金流及担保价值对贷款本息覆盖的程度分类等）：该政策的直接后果是商业银行必须按照分类结果针对不良贷款计提 150%（甚至更高）的拨备（即拨备覆盖率达到 150% 甚至更高）。
 - 我们认为这种政策在理论上占优，能够强制商业银行对平台贷款进行审慎分类，提足拨备，更为重要的是商业银行之间的资产质量差异亦可以充分体现。但实践起来困难可能较多，耗时可能也较长。
 - 该政策对上市银行 2010 年业绩的影响：若严格分类后最终平台贷款的不良率上升至 1%，2% 和 3%，则 2010 年上市银行整体的净利润将因此而分别减少 133 亿，531 亿及 929 亿，减少幅度分别为 2%，8% 和 15%；下修后 2010 年净利润增速分别为 23.2%，15.3% 及 7.5%，业绩下修后当前 PE 估值水平将分别上升 2%，8% 和 15%。业绩下修对股东权益的影响有限（不良率 3% 的情形下，对股东权益的影响幅度在 3% 以内），故对 PB 估值的影响很小。（见图表 1）
 - 对具体上市银行的影响可以概括为：最终平台贷款不良额高的银行受政策一的影响较大。（但由于我们的测算采取的是单一的不良率假设，并未考虑资产质量差异，可参考价值较小，故相关数据放在附录以备查阅。）

图表 1：严格分类后最终平台贷款不良率上升对上市银行 2010 年业绩的影响

单位：百万元	平台贷款 不良额	需多计提 拨备额	2010 年净利润 将减少	2010E 净利润 减少幅度	2010E 净利润增速（下 修后）
若最终不良率 1%	35,379	17,689	-13,267	-2.10%	23.20%
若最终不良率 2%	70,757	70,757	-53,068	-8.30%	15.30%
若最终不良率 3%	106,136	123,825	-92,869	-14.60%	7.50%

来源：齐鲁证券研究所

- 可能的政策二为直接规定对政府融资平台贷款的拨备最低标准，即平台贷款的拨备/贷款余额比例应达到 A%（可能是 2%，3%或 5%）：这一政策的前提假设是监管层认为平台贷款潜在的不良率在 A%，所需计提的拨备应该可以 100%覆盖潜在的不良贷款。
 - 虽然这一政策未考虑各银行资产质量的差异而“一刀切”代表了监管的倒退，但实践起来却最为方便。
 - 这种政策对上市银行 2010 年业绩的影响：若要求平台贷款的拨备比分别达到 2%，3%和 5%，则 2010 年上市银行整体的净利润将因此而分别减少 4%，8%和 17%，下修后 2010 年净利润增速分别下降至 20.5%，15.3%和 4.8%。业绩下修导致 PE 估值分别上升 4%，8%和 17%，对股东权益及 PB 水平的影响也在 3%以内。
 - 平台贷款占比较多的银行受该政策的影响较大，如北京、光大、兴业、华夏和民生等（但各银行数据的口径差异可能会对测算值有影响）。

图表 2：若规定平台贷款的拨备/贷款余额比例应达到 A%的影响

	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	光大	交行	工行	建行	中行	农行	北行	宁行	南行	上市银 行整体
情形一：平台贷款拨备比 2%																	
2010E 净利润将减少	-1,015	-1,193	-500	-440	-563	-1,512	-1,262	-1,512	-1,043	-5,243	-4,296	-3,152	-4,018	-633	-42	-113	-26,534
2010E 净利润将减少%	-4.1%	-7.3%	-3.0%	-7.5%	-9.4%	-9.9%	-6.4%	-13.4%	-2.7%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-4.7%	-8.8%	-2.1%	-5.0%	-4.2%
2010E 净利润增速 (下修后)	30.3%	18.1%	23.7%	8.3%	44.7%	13.4%	28.4%	27.3%	23.9%	20.9%	17.7%	14.3%	25.9%	16.1%	37.1%	39.2%	20.5%
情形二：平台贷款拨备比 3%																	
2010E 净利润将减少	-2,030	-2,385	-999	-881	-1,125	-3,023	-2,523	-3,024	-2,085	-10,485	-8,592	-6,305	-8,036	-1,266	-84	-227	-53,068
2010E 净利润将减少%	-8.2%	-14.6%	-5.9%	-15.0%	-18.7%	-19.8%	-12.8%	-26.9%	-5.4%	-6.5%	-6.6%	-6.6%	-9.4%	-17.6%	-4.1%	-10.0%	-8.3%
2010E 净利润增速（下 修后）	24.7%	8.8%	19.9%	-0.5%	29.7%	0.9%	19.6%	7.5%	20.4%	16.8%	13.7%	10.4%	19.7%	4.9%	34.3%	31.9%	15.3%
情形三：平台贷款拨备比 5%																	
2010E 净利润将减少	-4,059	-4,770	-1,998	-1,761	-2,250	-6,047	-5,046	-6,048	-4,170	-20,970	-17,184	-12,609	-16,071	-2,532	-168	-453	-106,136
2010E 净利润将减少%	-16.4%	-29.2%	-11.9%	-29.9%	-37.5%	-39.7%	-25.7%	-53.8%	-10.9%	-13.1%	-13.2%	-13.2%	-18.7%	-35.3%	-8.2%	-20.0%	-16.6%
2010E 净利润增速（下 修后）	13.6%	-9.9%	12.3%	-18.0%	-0.2%	-24.1%	2.0%	-32.0%	13.5%	8.6%	5.6%	2.6%	7.3%	-17.6%	28.5%	17.2%	4.8%

来源：齐鲁证券研究所

- 综上，我们认为专门针对政府融资平台的政策对商业银行 2010 年业绩的影响在可承受范围之内，对估值（主要是 PB）的影响亦有限。

提高对正常和关注类贷款的拨备可能是 2011 年监管的方向

- 相对长的时期内（主要是 2011 年），我们认为监管层可能会提高针对目前分类为正常和关注的贷款的拨备计提标准，包括但不限于如近期相传的一刀切规定拨贷比达到 2.5% 或者是我们认为更合理的方法即提高五级分类各类贷款的拨备计提比例标准。这类监管政策除一次性对当年业绩形成较大冲击外，还会直接导致未来每年信贷成本有不同程度的上升。若监管层允许分年计提，则对单年盈利的冲击将会大大减小，但未来信贷成本的上升不可避免。
- 但理性思考后我们更倾向于认为针对所有贷款的拨备政策不应成为长期监管标准，其本质应是“逆周期监管”的一种形式。因为预先计提充足拨备的根本目的在于减少未来资产质量发生恶化的时候可减少对未来当期利润的吞噬，而逆周期监管亦希望通过在经济形势不好的时候，减轻商业银行的财务压力，从而更好的发挥支持经济发展的作用。

我们推测的两种未来针对所有贷款的拨备政策

- 可能的政策一为近期媒体报道的一刀切提高拨贷比（拨备/总贷款）至 2.5%：尽管该政策有奖劣罚优（不良率高的银行受影响反而小）及未考虑各家商业银行真实资产质量的差异等缺陷，但仍不能排除其成为非常时期的非常手段被监管层采纳。
 - 上市银行若要在 2011 年全部达标，将一次性减少 2011 年净利润 525 个亿，减少幅度为 6.8%。上市银行整体影响较小的原因在于权重较高的工行、建行及农行几乎不受该政策影响。
 - 这一政策对中小银行影响较大，对兴业、深发展、中信和宁波银行的负面影响最为显著，这些银行 2011 年净利润减少幅度均超过 30%。
 - 除一次性冲击外，若后续持续达标，将会导致未来年份的信贷成本有不同程度的上升，如 2012 年上市银行信贷成本将因此提升约 22 个 BP。
 - 若监管层允许中小银行分年计提，则对中小银行单年度业绩的冲击将显著减少。

图表 3：提高拨贷比（拨备/总贷款）至 2.5% 的影响

	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	光大	交行	工行	建行	中行	农行	北行	宁行	南行	上市 银行
2011E 拨备余额/ 贷款额	2.08%	1.50%	1.91%	1.51%	2.91%	2.23%	1.80%	2.26%	2.31%	2.58%	2.66%	2.28%	3.35%	2.01%	1.73%	2.25%	2.49%
2011 当年净利润 减少	-5,221	-7,685	-6,389	-3,333	0	-2,524	-8,028	-1,743	-3,681	0	0	-11,323	0	-1,569	-811	-210	-52,517
2011 当年净利润 减少%	-17%	-38%	-30%	-47%	0%	-14%	-35%	-13%	-8%	0%	0%	-10%	0%	-17%	-32%	-7%	-7%
2012 年信贷成本 上升	0.25%	0.25%	0.35%	0.17%	0.27%	0.26%	0.26%	0.29%	0.22%	0.18%	0.20%	0.21%	0.24%	0.33%	0.41%	0.37%	0.22%

来源：齐鲁证券研究所

■ 相比前述的一刀切提高拨贷比，我们更倾向和支持监管当局提高五级分类各类贷款的拨备计提标准，主要是提高正常和关注类的拨备计提标准。

- 若对正常类贷款的计提标准由目前的 1% 提高至 1.5%，关注类计提标准提升至 5%，同时上调后四类标准：由于多数银行均不受影响，所以对 2011 年业绩影响非常小，但会导致 2012 年信贷成本因此而上升 7-8 个 BP。
- 若对正常类贷款的计提标准由目前的 1% 提高至 2%，关注类计提标准提升至 10%，同时上调后三类标准：所有上市银行均受到显著影响，将一次性减少 2011 年净利润 1779 亿，减少幅度为 23%，且会导致 2012 年信贷成本上升 15 个 BP。2011 年动态 PE 水平将会上升 23%，动态 PB 水平将会上升 4%。
- 这类政策对上市银行业绩的影响主要看对正常类贷款的计提标准提高到什么程度，如提高至超过 1.8% 的水平就会对上市银行业绩产生显著影响。而对其余后四类计提标准的提高对业绩的影响非常小。
- 同样，分年计提也会减少对单年度业绩的冲击，但未来信贷成本都会有不同程度的上升。

图表 4：监管当局可提高五级分类的拨备计提标准

	目前计提标准	我们预计的可能标准 1	我们预计的可能标准 2
正常类	1%	1.50%	2%
关注类	2%	5%	10%
次级类	25%	30%	50%
可疑类	50%	60%	75%
损失类	100%	100%	100%

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：正常类贷款的计提比例提高至 1.5%，关注类至 5%

	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	交行	工行	建行	中行	农行	北行	宁行	南行	上市 银行
2011 年净利润 减少值	0	-2,227	0	-987	0	0	-2,075	0	0	0	0	0	-631	-190	0	-6,110
2011 年净利润 减少幅度	0.0%	-11.1%	0.0%	-13.9%	0.0%	0.0%	-8.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.9%	-7.5%	0.0%	-0.8%
2012 年信贷成 本上升	0.08%	0.08%	0.12%	0.06%	0.09%	0.09%	0.09%	0.07%	0.06%	0.07%	0.07%	0.08%	0.11%	0.14%	0.12%	0.07%

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：正常类贷款的计提比例提高至 2%，关注类至 10%

	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	交行	工行	建行	中行	农行	北行	宁行	南行	上市 银行
2011 年净利润 减少值	6,548	6,936	6,020	3,021	614	3,925	9,389	12,673	32,871	24,529	37,580	29,766	2,667	902	497	177,938
2011 年净利润 减少幅度	-21%	-35%	-28%	-42%	-8%	-21%	-40%	-27%	-17%	-16%	-34%	-27%	-29%	-36%	-16%	-23%
2012 年信贷成 本上升	0.17%	0.17%	0.23%	0.11%	0.18%	0.17%	0.17%	0.15%	0.12%	0.13%	0.14%	0.16%	0.22%	0.28%	0.25%	0.15%
2011 年股东权 益减少幅度	4%	6%	4%	7%	1%	3%	6%	5%	3%	3%	5%	5%	5%	5%	2%	4%

来源：齐鲁证券研究所

息差属远虑

短期：非对称加息的心理影响占主导

- 对非对称加息（只加存款）的担忧导致近期银行股走势疲软，先撇开非对称加息必要性和可能性，但这一担忧犹如“达摩克利斯之剑”可能在一段时期内影响市场情绪。
- 单边加存款 27 个基点本身对银行的影响并不大，心理影响占主导：我们测算的结果显示，若年内单边上调存款利率 27 个基点，且不考虑存款重定价滞后效应，上市银行 2011 年 NIM 将因此而收窄 4-5 个基点，对净利润的影响幅度在 3% 以内；若考虑存款重定价进程偏慢，则实际影响更小。
- 实际上我们更倾向于判断一旦央行首先采取单边加存款，那么必然意味着新一轮的升息周期正式启动，所以未来贷款利率亦会跟进调整，最终对商业银行的 NIM 影响为中性甚至偏正面。

长期：利率市场化的冲击短期不会有实质性体现

- 我们认为即使存款利率上限有放松，利率市场化的冲击短期也不会有实质性体现。主要原因在于存款利率上限即使放松，其幅度也不会很大，对息差的收窄幅度有限。
- 我们认为利率市场化虽然是大势所趋，但短期很难有实质性进展，主要判断依据如下：
 - 我们认为金融危机可能间接导致中国银行业利率市场化减缓，未来2-3年内控制金融体系的风险是最重要目标，资本和拨备的严格管控使得商业银行杠杆下降，信贷成本上升。此时若息差被迅速收窄，则会导致商业银行的自我修复能力下降，将会使得货币政策对经济的调节作用大大减弱，可能会间接使得经济结构调整达不到预期效果。
 - 从更深层次角度看，利率市场化导致长期息差收窄的根本原因在于金融脱媒。金融脱媒一方面使得大企业转向直接融资，银行贷款竞争激烈；另一方面投资渠道的增加使得存款吸引力下降是导致存款成本上升的根本原因，而不是利率市场化本身。我们认为当前直接融资市场还难以对银行贷款形成有效冲击，加上居民投资渠道有限等因素将会限制利率市场化本身对息差的冲击。

BASEL III 不是资本问题的症结所在

- BASEL III 于2013年开始实施，而且给予商业银行6年的时间逐步过渡到最严标准，我们认为BASEL III对全球银行资本的要求完全在我国商业银行可承受范围之内。我们预计若剩余融资计划全部于年底前完成，则上市银行2010年平均CCAR和CAR分别为10.2%和12.7%。
- 至于我国银监会是否（何时）会进一步提高我国商业银行的资本充足率标准，我们无法做出判断。但若以BASEL III的标准和时间表来实施，在2012年底前上市银行的融资压力不会显现。
- 基于我们无法判断未来资本监管的严格程度以及时间节点，故无法测算因此而产生的资本缺口。但需要提示的是，即使没有监管标准的提升，上市银行也将2013年左右开始新一轮的融资。

图表7: BASEL III 标准及时间表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	As of 1 January 2019
Minimum Common Equity Capital Ratio		3.50%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Capital Conservation Buffer					0.63%	1.25%	1.88%	2.50%
Minimum common equity plus capital conservation buffer		3.50%	4.00%	4.50%	5.13%	5.75%	6.38%	7.00%
Minimum Tier 1 Capital		4.50%	5.50%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Minimum Total Capital		8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
Minimum Total Capital plus conservation buffer		8.00%	8.00%	8.00%	8.63%	9.25%	9.88%	10.50%

来源：齐鲁证券研究所

我们不悲观的原因：还是估值

- 考虑长期息差和杠杆下降趋势，银行股的合理估值应该在 1.5-1.7X 之间：我们希望通过“对未来息差和杠杆水平的模拟测算”来寻找银行股的估值底部。我们选取的两种模拟情景对息差的起点和终点假设一致，均为 2.5% 和 1.5%，杠杆也一致反映了资本监管标准提升；但区别在于 NIM 在 2010-2015 年之间的下降幅度不同。（图表 7-图表 8）根据前期和投资者交流的结果，大家普遍反映我们永续息差水平偏低，说明我们的两组模拟对息差值的假设略显悲观。
- 我们认为当前银行股的估值已经反映了（至少反映了绝大部分）长期息差和杠杆下降的趋势，这正是我们不悲观的原因所在。当前上市银行 2010 年动态 PB 平均水平为 1.6X，其中大型商业银行 PB 估值水平为 1.51X，中型商业银行的 PB 估值水平为 1.57X。

图表 8：长期息差和杠杆下降的模拟测算 1：银行的估值底为 1.48XPB

2011 利率市场化渐进	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	永续
NIM=interest income/A	2.50%	2.40%	2.30%	2.20%	2.10%	2.00%	1.90%	1.80%	1.70%	1.60%	1.50%	1.50%
Non-interest Income/Operating Income	20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%	34%	36%	38%	40%	40%
Burden cost/Asset	1.25%	1.27%	1.29%	1.31%	1.33%	1.34%	1.36%	1.37%	1.38%	1.39%	1.40%	1.40%
Loan/A	50%											
Credit Cost	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
A/E	18	17	16	15	15	15	15	15	15	15	15	15
ROE	21.26%	19.20%	17.23%	15.34%	14.51%	13.66%	13.35%	12.45%	11.52%	10.56%	9.56%	9.56%
G=b*ROE	17.01%	15.36%	12.92%	11.51%	10.16%	8.88%	8.68%	7.47%	6.33%	5.28%	3.83%	3.83%
dividend rate	20.00%	20.00%	25.00%	25.00%	30.00%	35.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%	60.00%	60.00%
Cost of Equity	11.25%											
Implied PB	1.48											

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：长期息差和杠杆下降的模拟测算 2：银行的估值底为 1.66XPB

2012 年利率市场化渐进	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	永续
NIM=interest income/A	2.50%	2.50%	2.45%	2.40%	2.30%	2.10%	1.90%	1.80%	1.70%	1.60%	1.50%	1.50%
A/E	18	17	16	15	15	15	15	15	15	15	15	15
ROE	21.26%	20.84%	19.60%	18.38%	17.64%	15.27%	13.35%	12.45%	11.52%	10.56%	9.56%	9.56%
G=b*ROE	17.01%	16.67%	14.70%	13.79%	12.35%	9.92%	8.68%	7.47%	6.33%	5.28%	3.83%	3.83%
Cost of Equity	11.25%											
Implied PB	1.66											

来源：齐鲁证券研究所（其余假设均和模拟测算 1 相同）

图表 10：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	3.97	250,962	1,326,055	0.39	0.45	0.54	2.02	2.33	2.87
601939.SH	建设银行	增持	4.52	167,842	1,056,275	0.46	0.52	0.63	2.38	2.86	3.49
601988.SH	中国银行	持有	3.23	177,819	819,900	0.32	0.34	0.40	2.03	2.30	2.69
601288.SH	农业银行	暂无评级	2.63	307,324	854,209	0.25	0.26	0.34	1.32	1.65	1.98
601328.SH	交通银行	增持	5.60	29,736	315,054	0.61	0.68	0.83	3.34	4.10	4.93
600036.SH	招商银行	买入	12.80	17,666	276,181	0.95	1.15	1.45	4.85	6.26	7.71
601166.SH	兴业银行	买入	22.91	5,992	137,287	2.46	2.72	3.34	11.92	15.26	18.60
600000.SH	浦发银行	买入	13.02	11,479	149,457	1.50	1.23	1.56	7.70	8.98	10.54
000001.SZ	深发展 A	增持	16.63	3,485	57,956	1.62	1.69	2.04	6.59	9.55	11.59
600015.SH	华夏银行	买入	10.69	4,991	53,349	0.75	0.88	1.15	6.06	7.83	8.98
600016.SH	民生银行	买入	5.01	22,588	133,841	0.46	0.57	0.70	3.95	3.82	4.52
601998.SH	中信银行	持有	5.14	28,556	200,631	0.37	0.41	0.49	2.63	3.06	3.55
601818.SH	光大银行	暂无评级	3.36	40,435	135,861	0.23	0.28	0.34	1.44	1.94	2.29
601169.SH	北京银行	买入	11.67	6,228	72,676	0.90	1.15	1.48	6.03	6.98	8.45
002142.SZ	宁波银行	买入	12.16	2,500	30,400	0.58	0.71	0.88	3.90	5.45	6.33
601009.SH	南京银行	增持	10.60	2,388	25,310	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	10.31	8.53	7.12	1.97	1.66	1.35
601939.SH	建设银行	1.27%	20.45%	9.27	11.68	9.89	8.71	7.18	1.90	1.58	1.30
601988.SH	中国银行	1.01%	16.44%	9.33	11.73	10.14	9.21	7.85	1.59	1.36	1.16
601288.SH	农业银行	0.90%	19.55%	6.72	8.31	10.52	9.95	7.85	1.99	1.60	1.33
601328.SH	交通银行	1.07%	19.42%	8.94	12.17	9.12	8.23	6.77	1.67	1.37	1.14
600036.SH	招商银行	1.10%	21.74%	8.05	11.60	13.42	11.15	8.84	2.64	2.04	1.66
601166.SH	兴业银行	1.07%	21.61%	9.29	11.96	9.30	8.41	6.85	1.92	1.50	1.23
600000.SH	浦发银行	0.94%	17.65%	7.01	10.24	8.70	10.58	8.32	1.69	1.45	1.23
000001.SZ	深发展 A	0.93%	21.92%	7.20	10.41	10.26	9.84	8.15	2.52	1.74	1.44
600015.SH	华夏银行	0.65%	14.31%	6.49	10.57	14.19	12.20	9.30	1.76	1.36	1.19
600016.SH	民生银行	0.98%	16.02%	8.32	10.77	10.80	8.79	7.20	1.27	1.31	1.11
601998.SH	中信银行	1.02%	15.82%	8.26	10.95	14.01	11.53	9.77	1.95	1.56	1.34
601818.SH	光大银行	0.84%	17.75%	6.40	9.36	14.70	12.08	9.81	2.34	1.73	1.47
601169.SH	北京银行	1.18%	17.71%	10.75	12.47	12.90	10.13	7.91	1.93	1.67	1.38
002142.SZ	宁波银行	1.09%	16.03%	9.04	10.81	20.86	17.18	13.82	3.12	2.23	1.92
601009.SH	南京银行	1.29%	14.52%	10.53	11.59	12.61	13.40	9.83	1.62	1.59	1.37
上市银行平均		1.04%	18.27%			11.98	10.62	8.54	1.99	1.61	1.35
大型国有银行平均		1.10%	19.46%			10.00	8.93	7.35	1.83	1.51	1.25
中型股份制银行平均		0.95%	18.44%			11.53	10.36	8.35	1.97	1.57	1.31
城市商业银行平均		1.18%	16.09%			15.46	13.57	10.52	2.22	1.83	1.56

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

附表：五级分类后平台贷款不良率上升对上市银行2010年业绩的影响

单位： 百万元	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	光大	交行	工行	建行	中行	农行	北行	宁行	南行
2010E 净利润（目前）	24,769	16,319	16,842	5,889	6,002	15,233	19,649	11,242	38,291	160,687	129,941	95,508	85,830	7,174	2,041	2,262
2010E 净利润增速	35.8%	27.4%	27.4%	17.0%	59.6%	25.9%	37.2%	47.1%	27.3%	25.0%	21.7%	18.2%	32.1%	27.3%	40.0%	46.5%
情形一：平台贷款不良率为 1%，拨备覆盖率为 150%																
2010 年净利润将减少	-507	-596	-250	-220	-281	-756	-631	-756	-521	-2,621	-2,148	-1,576	-2,009	-317	-21	-57
2010E 净利润减少幅度	2.0%	3.7%	1.5%	3.7%	4.7%	5.0%	3.2%	6.7%	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	2.3%	4.4%	1.0%	2.5%
2010E 净利润增速（下修后）	33.1%	22.7%	25.6%	12.7%	52.1%	19.6%	32.8%	37.2%	25.6%	22.9%	19.7%	16.2%	29.0%	21.7%	38.6%	42.9%
情形二：平台贷款不良率为 2%，拨备覆盖率为 150%																
2010 年净利润将减少	-2,030	-2,385	-999	-881	-1,125	-3,023	-2,523	-3,024	-2,085	-10,485	-8,592	-6,305	-8,036	-1,266	-84	-227
2010E 净利润减少幅度	8.2%	14.6%	5.9%	15.0%	18.7%	19.8%	12.8%	26.9%	5.4%	6.5%	6.6%	6.6%	9.4%	17.6%	4.1%	10.0%
2010E 净利润增速（下修后）	24.7%	8.8%	19.9%	-0.5%	29.7%	0.9%	19.6%	7.5%	20.4%	16.8%	13.7%	10.4%	19.7%	4.9%	34.3%	31.9%
情形三：平台贷款不良率为 3%，拨备覆盖率为 150%																
2010 年净利润将减少	-3,552	-4,174	-1,748	-1,541	-1,969	-5,291	-4,415	-5,292	-3,649	-18,349	-15,036	-11,033	-14,062	-2,216	-147	-396
2010E 净利润减少幅度	14.3%	25.6%	10.4%	26.2%	32.8%	34.7%	22.5%	47.1%	9.5%	11.4%	11.6%	11.6%	16.4%	30.9%	7.2%	17.5%
2010E 净利润增速（下修后）	16.4%	-5.2%	14.2%	-13.6%	7.3%	-17.9%	6.4%	-22.1%	15.2%	10.7%	7.6%	4.5%	10.4%	-12.0%	29.9%	20.9%

备注：由于我们的测算采取的是单一的不良率假设，并未考虑资产质量差异，可参考价值较小

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