

湘财证券研究所

银行业

杨森： Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

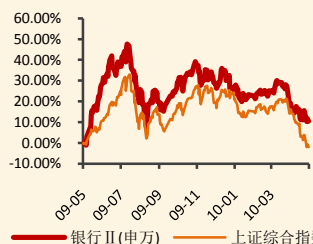
徐广福： Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xqf2388@xcsc.com

本次评级：**增持**

上次评级：**增持**

银行业最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

- 1、《4Q09 银行业投资策略专题之一、二、三》09.10.13~09.10.19
- 2、《资本补充空间或放大，A 股融资压力骤减》 09.12.02
- 3、《银行业：资本政策明朗，“大象”或将起舞》 09.12.07
- 4、《上调准备金率对银行影响不大，或加速风格转换》10.1.13
- 5、《2010 年度策略报告_银行业在业绩稳增长中“超预期”-上调行业评级至“买入”》 10.01.14
- 6、《预计 1 季度行业净利润增速 20%以上》 10.02.25
- 10、《可能的加息对银行息差和利润的影响》 10.03.01
- 11、《银行业：五点要求符合预期，融资阴霾逐渐散去》04.06
- 13、《三次上调准备金对银行业绩影响不大，股价有压力》05.04
- 14、《2010 年银行业中期策略报告_业绩稳定增长，股价仍有压力》 06.28

策略观点：

对四季度银行股的走势，我们认为：在货币政策没有转变为明显宽松的情况下，银行板块仍然不具备明显的反转投资机会，不过阶段性的估值修复可以期待。我们暂时没有对银行业 10 年的业绩预测作出修改，维持行业全年增速 25% 的预测，银行股四季度仍将面临三大方面的股价压力：

□ 4 季度业绩增长动力将减弱，拨备有反弹压力：

上市银行上半年实现净利润 2842 亿元（未包括农业银行和光大银行），同比增长 27.58%，与我们预计的 26.5% 的增速基本符合。维持银行业全年预计增长 25% 的预测（包括农行的增速为 26% 左右）。

我们对银行业 2010 年四季度业绩的判断主要有几下的考虑：（1）NIM 反弹已经乏力，总体 NIM 较中期将保持平稳；（2）在货币政策没有变为明显宽松的前提下，4 季度信贷增量会按照投放步骤增长，不会超预期；（3）年底拨备计提情况将对银行业绩起关键作用，我们认为监管的严格和银行自身的审慎性要求都将使得银行信用成本在年底出现反弹。

□ 对板块低估值的几点看法：

银行板块从 10 年 4 月份开始了低估值之旅，到 9 月份板块估值再创新低。我们对板块低估值的基本看法是：低估值不是板块上涨的理由，短期内银行板块很可能继续承受低估值。银行板块目前承受低估值，从本质上来说是由行业的周期性以及行业长期增长模式的瓶颈决定的。长期来看，在造成低估值的根本问题解决之前，促成板块上涨更多的将是阶段性的反弹机会，大幅反转的可能性不大。

短期来看，银行股低估值主要受以下几方面压力的影响，短期压力结束是板块反弹的必要条件：（1）房地产市场调控能否收到管理层和市场满意的效果；

（2）下半年 A 股市场资金面的压力，来自银行本轮融资以及限售股解禁；（3）对银行拨备以及资本状况的监管从严告一段落。

对房地产市场的调控至少主要在两方面影响银行的利润：（1）房地产市场如果出现明显价格下降的话将对银行的资产质量形成压力；（2）我们认为房地产市场后续调控在开发贷上着力的可能性较大，比如控制房地产开发贷的增速等等。

□ 维持银行业“增持”评级：

基于上文论述的逻辑，在板块整体谨慎的前提下，我们推荐拨备补提压力不大、资本充足、房地产贷款占比较少的建设银行、招商银行、浦发银行和南京银行。

银行	评级	现价	EPS			BVPS		
		2010/9/28	2008	2009A	2010E	2008	2009A	2010E
浦发银行	买入	12.72	1.62	1.47	1.82	7.71	10.72	12.35
建设银行	买入	4.57	0.46	0.59	0.71	2.39	2.72	3.12
南京银行	买入	10.50	0.84	1.02	1.30	6.62	6.00	7.15
招商银行	买入	12.68	0.95	1.19	1.46	4.85	6.21	7.31

目录

一、4 季度业绩增长动力将减弱，拨备有反弹压力.....	6
1、四季度 NIM 增长乏力:	7
2、货币政策明显宽松之前，四季度信贷仍将按计划投放:	10
3、年底拨备压力增加，信用成本抬头:	12
二、对银行板块低估值诱惑的看法	14
1、房地产调控能否见效	15
2、板块资金面上的压力	16
三、个股推荐	17
1、建设银行	17
2、浦发银行	18
3、招商银行	18
4、南京银行	18
湘财证券投资评级体系	24
重要声明.....	24

表目录

表 1: 银行股前三季度基本同步大盘, 没有跑赢大盘	5
表 2: 上市银行净利润增速 (未包括农行和光大银行)	6
表 3: 上市银行业绩预测 (若包括农行, 10 年将实现 26% 的同比增速)	7
表 4: 银行的议价能力自 09 年底以来回升明显	8
表 5: 上市银行上半年贷款增速 (单位: 百万元)	10
表 6: 上市银行贷款占生息资产比重	11
表 7: 由于信贷增速的控制, 上市银行贷款占生息资产的比重已回到历史均值	11
表 8: 上市银行信用成本	13
表 9: 上市银行信用成本	13
表 10: 拨备率计提	14
表 11: 上市银行开发贷占比对比	15
表 12: 上市银行按揭贷款占比	15
表 13: 上市银行房地产贷款占比	16
表 14: 10 年 4 季度限售股解禁情况	17
表 15: 可比银行估值	19
表 16: 建设银行估值与预测	20
表 17: 浦发银行估值与预测	21
表 18: 招商银行估值与预测	22
表 19: 南京银行估值与预测	23

图目录

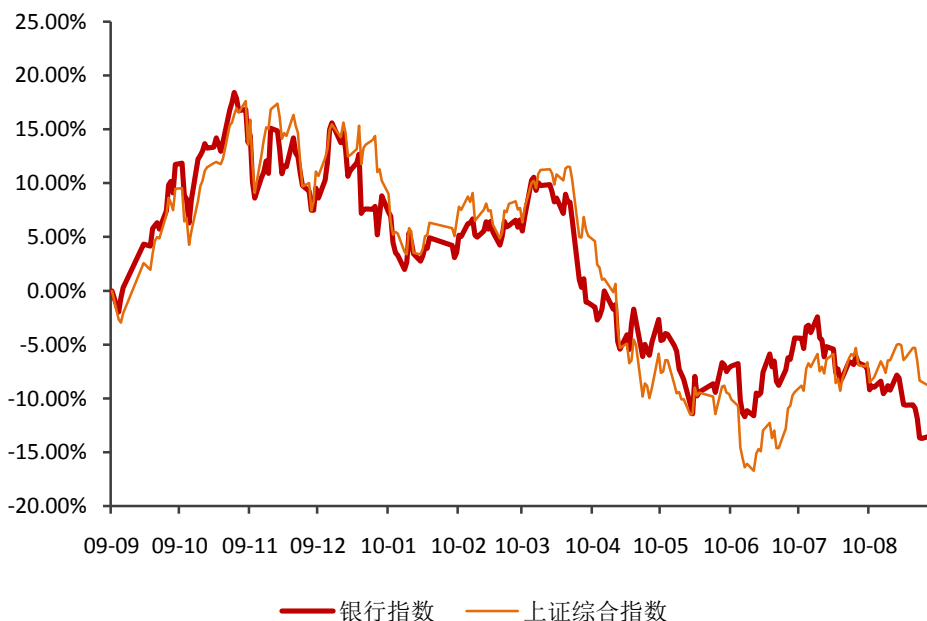
图 1: Shibor 利率走势在年中创年内高点	
图 2: 银行间同业拆借利率在年中创年内高点	8
图 3: 央票利率走势在年中创年内高点	
图 4: 国债利率在年中创年内高点	9
图 5: 上市银行贴现占比已经降至了历史低点	
图 6: 银行活期存款占比已达到历史高位 (城商行除外)	9
图 7: 同业资产占比明显提高 (大银行除外)	
图 8: 债券占比情况	12

10 年前三季度，银行股基本同步大盘，没能跑赢大盘。我们在中期策略报告中对下半年的判断是：**业绩有保证，股价有压力。银行股下行空间有限，不过大幅上行动力不足。**从三季度的情况来看，银行业股快速反弹后再触新低。**对四季度银行股的走势，我们认为：在货币政策没有出现明显宽松的情况下，银行板块仍然不具备明显的反转投资机会，不过阶段性的估值修复可以期待。**

我们暂时没有对银行业 10 年的业绩预测作出修改，维持行业全年增速 25% 的预测，银行股四季度仍将面临三大方面的股价压力：

- 1、拨备计提对银行业近期业绩的压力，主要来自：（1）房地产市场调控和地方政府融资平台贷款对信贷质量的压力；（2）监管层要求的严格，来自拨备要求的提高以及资本监管标准的提高。
- 2、市场资金面的压力：（1）上市银行融资进入实质操作阶段对资金面的影响（融资消息本身已经不会对股价造成重大影响）；（2）4 季度大小非解禁数量较大对资金面的影响。
- 3、银行业长期增长的瓶颈问题开始受到关注。

表 1：银行股前三季度基本同步大盘，没有跑赢大盘



资料来源：Wind，湘财证券研究所

一、4 季度业绩增长动力将减弱，拨备有反弹压力

上市银行上半年实现净利润 2842 亿元（未包括农业银行和光大银行），同比增长 27.58%，与我们中期预计的 26.5% 的增速基本符合。维持银行业全年预计增长 25% 的预测（包括农行的话增速在 26% 左右）。

我们对银行业 2010 年四季度业绩的判断主要有几下的考虑：（1）NIM 反弹已经乏力，总体 NIM 较中期将保持平稳，个别银行 NIM 会环比下降；（2）在货币政策没有明显宽松的前提下，4 季度信贷增量会按照投放步骤增长，不会超预期；（3）年底拨备计提情况将对银行业绩起关键作用，我们认为监管的严格和银行自身的审慎性要求都将使得银行信用成本在年底出现反弹。

表 2：上市银行净利润增速（未包括农行和光大银行）

百万 RMB	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	1Q QoQ	2Q QoQ
工商银行	66,313.00	99,908.00	128,599.00	41,547.00	84,603.00	18.19%	27.58%
建设银行	55,806.00	86,119.00	106,756.00	35,164.00	70,741.00	33.93%	26.76%
中国银行	41,005.00	62,056.00	80,819.00	26,175.00	52,022.00	41.42%	26.87%
交通银行	15,579.00	22,970.00	30,075.00	10,451.00	20,357.00	31.53%	30.67%
大银行总额	178,703.00	271,053.00	346,249.00	113,337.00	227,723.00	28.99%	27.43%
招商银行	8,262.00	13,078.00	18,235.00	5,909.00	11,934.51	40.42%	44.45%
浦发银行	6,780.69	10,290.09	13,216.58	4,106.00	8,065.52	38.70%	18.95%
中信银行	7,047.00	11,395.00	14,320.00	4,312.00	8,468.86	33.54%	20.18%
民生银行	7,374.00	10,201.00	12,104.00	4,269.00	7,804.25	70.83%	5.83%
兴业银行	6,223.20	9,571.89	13,281.94	4,078.90	8,149.22	38.68%	30.95%
华夏银行	1,665.59	2,642.52	3,760.23	1,306.63	3,084.13	86.09%	85.17%
深发展 A	2,311.39	3,637.42	5,030.73	1,578.12	3,078.36	40.64%	33.18%
股份制总额	39,663.87	60,815.91	79,948.48	25,559.65	50,584.85	44.72%	27.53%
北京银行	2,923.78	4,393.14	5,633.86	2,092.08	3,872.29	39.20%	32.44%
宁波银行	706.10	1,103.31	1,457.45	498.05	955.96	40.74%	35.38%
南京银行	800.60	1,224.20	1,543.73	587.29	1,108.20	42.17%	38.42%
城商行总额	4,430.48	6,720.65	8,635.04	3,177.42	5,936.45	39.98%	33.99%
上市银行总计	222,797.35	338,589.57	434,832.52	142,074.07	284,244.30	31.80%	27.58%

资料来源：湘财证券研究所

表 3: 上市银行业绩预测 (若包括农行, 10 年将实现 26% 的同比增速)

百万 RMB	2008A	2009E	2010E	2011E	2009 YoY	2010 YoY	2011 YoY
工商银行	110,766.00	129,350.00	159,025.18	194,315.19	16.78%	22.94%	22.19%
农业银行	51,453.00	65,002.00	87,222.02	106,876.91	26.33%	34.18%	22.53%
建设银行	92,642.00	106,836.00	137,148.56	166,561.96	15.32%	28.37%	21.45%
中国银行	63,539.00	80,819.00	96,348.65	114,826.74	27.20%	19.22%	19.18%
交通银行	28,520.00	30,211.00	35,451.42	42,350.22	5.93%	17.35%	19.46%
大银行总额	346,920.00	412,218.00	515,195.81	624,931.03	18.82%	24.98%	21.30%
招商银行	20,946.00	18,235.00	25,646.96	31,413.22	-12.94%	40.65%	22.48%
浦发银行	12,515.83	13,215.14	16,850.23	20,836.16	5.59%	27.51%	23.66%
中信银行	13,320.00	14,560.00	19,754.62	23,271.14	9.31%	35.68%	17.80%
民生银行	7,893.00	12,108.00	15,024.87	19,425.94	53.40%	24.09%	29.29%
兴业银行	11,385.03	13,281.94	17,328.71	22,165.91	16.66%	30.47%	27.91%
华夏银行	3,070.84	3,760.23	5,418.93	7,083.30	22.45%	44.11%	30.71%
深发展 A	614.04	5,030.73	6,535.90	8,464.75	719.29%	29.92%	29.51%
股份制总额	69,744.73	80,191.04	106,560.23	132,660.41	14.98%	32.88%	24.49%
北京银行	5,416.58	5,632.80	7,299.02	9,233.84	3.99%	29.58%	26.51%
宁波银行	1,331.74	1,457.45	2,298.90	3,156.50	9.44%	57.74%	37.30%
南京银行	1,544.58	2,444.91	3,110.31	3,947.17	58.29%	27.22%	26.91%
城商行总额	8,292.91	9,535.15	12,708.23	16,337.50	14.98%	38.18%	30.24%
总计	424,957.64	501,944.19	634,464.28	773,928.94	18.12%	26.40%	21.98%

资料来源: 湘财证券研究所

1、四季度 NIM 增长乏力:

我们维持银行业全年 NIM 反弹 10Bps 的判断, 不过 4 季度 NIM 反弹乏力:

(1) 资金利率价格:

我们对银行业上半年息差反弹的判断主要考虑三方面因素: 银行业议价能力提升、同业市场利率提升和加息。对四季度息差环境的判断, 我们认为: 第一、银行业议价能力很难在 10 年中期的基础上继续明显提升, 8 月份开始企业中长期信贷需求已经开始下降; 第二、同业市场资金利率同样在 10 年中期达到阶段性高点, 四季度再攀新高的可能性不大; 第三、三季度后期和四季度初将是国内 CPI 的年内高点, 我们仍不排除四季度加息的可能, 不过目前已经错过了年内加息的最好时点。

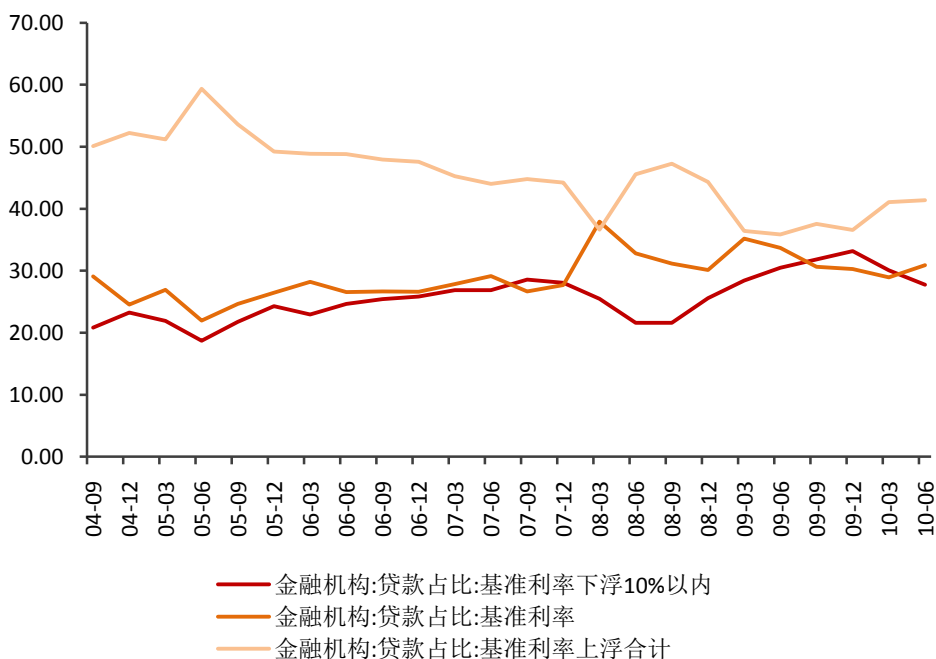
(2) 银行资产负债结构:

从资产端来看, 10 年上半年对 NIM 反弹做出贡献的贴现贷款很可能在 4 季度负面影响 NIM。4 季度可能会对 NIM 有所改善的是生息资产中贷款占比的回升 (城商行的回升将由于大行和股份制银行)。

从负债端来看, 10 年上半年对 NIM 反弹作出贡献的存款活期化很可能在 4 季度负面影响 NIM。

对下半年银行业净息差的走势我们仍然维持年初的观点, 预计全年净息差反弹将在 10Bps 以上。

表 4: 银行的议价能力自 09 年底以来回升明显



资料来源: 中国人民银行, 湘财证券研究所

图 1: Shibor 利率走势在年中创年内高点

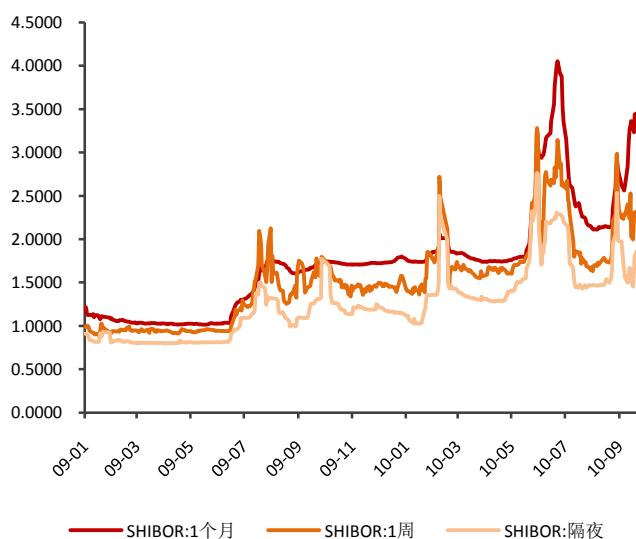
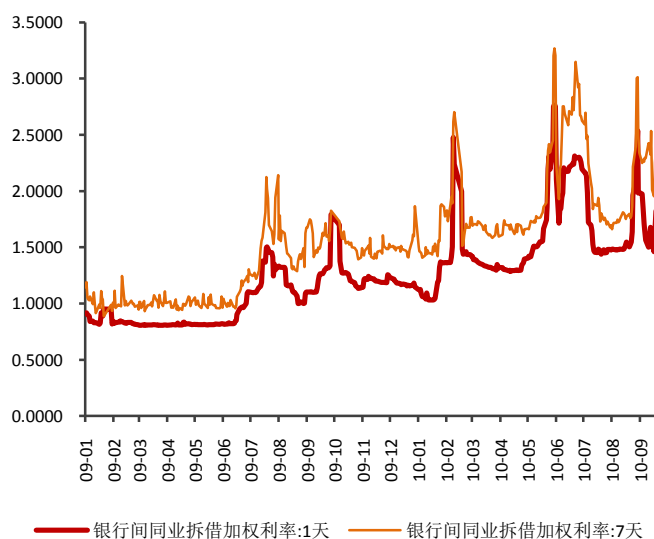


图 2: 银行间同业拆借利率在年中创年内高点



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 3: 央票利率走势在年中创年内高点

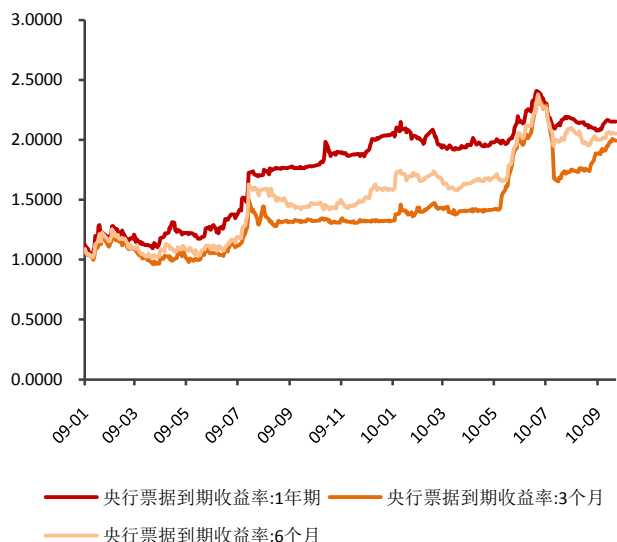


图 4: 国债利率在年中创年内高点



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 5: 上市银行贴现占比已经降到了历史低点

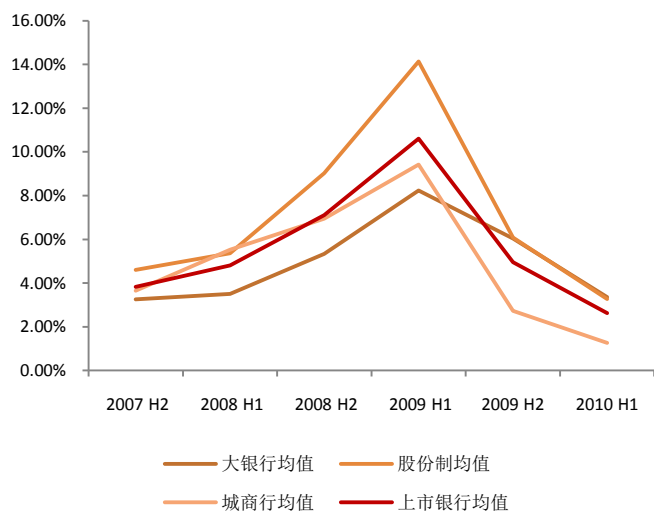
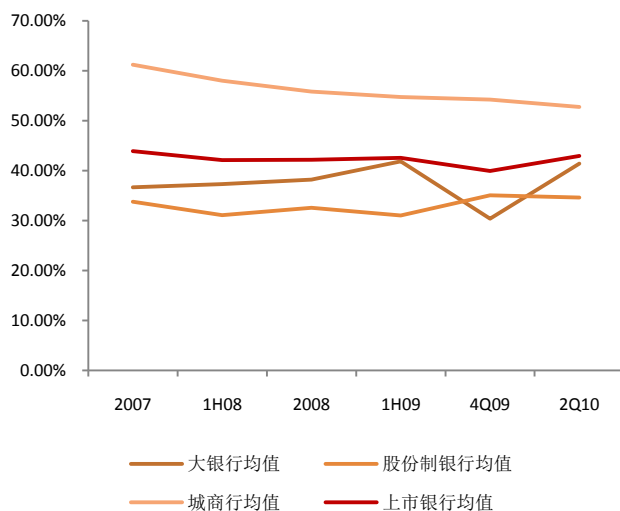


图 6: 银行活期存款占比已达到历史高位(城商行除外)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

2、货币政策明显宽松之前，四季度信贷仍将按计划投放：

规模扩张是银行业上半年业绩增长的最主要贡献因素，不过随着对存贷比等指标监管的回归以及资本充足率监管的从严，银行的信贷增速已经趋于理性。上年生息资产规模的扩张有贷款贡献的部分明显下降，贷款占生息资产的比重已经下降至历史均值水平（50%附近），而同业资产规模的扩张成为了上市银行生息资产规模扩张的主要边际因素（大银行除外）。

我们认为在货币政策没有明显宽松之前，资本充足率等监管压力依然存在，四季度银行信贷增速仍将按照投放步骤进行，维持下半年新增贷款 3 万亿、上市银行新增信贷大概 1.9 万亿（包括农业银行，未包括光大银行）的预测，信贷超预期的可能新不大。同时同业资产业务仍将保持活跃，不过很难在 10 年中期的基础上有明显的增幅。

表 5：上市银行上半年贷款增速（单位：百万元）

	发放贷款	新增贷款（较年初）	贷款 YoY	贷款增速（较年初）
工商银行	6,202,394	619,220	17.02%	11.09%
农业银行	4,478,230	466,735		
建设银行	5,215,973	523,026	18.30%	11.14%
中国银行	5,270,161	472,753	25.31%	9.85%
交通银行	2,029,740	228,202	19.59%	12.67%
大银行合计	23,196,498	2,309,936	20.06%	11.19%
招商银行	1,304,428	142,611	15.62%	12.27%
浦发银行	1,031,069	120,561	12.02%	13.24%
中信银行	1,176,347	125,868	20.77%	11.98%
民生银行	937,612	69,874	5.27%	8.05%
兴业银行	781,650	89,688	23.76%	12.96%
华夏银行	476,826	57,373	14.68%	13.68%
深发展 A	368,488	12,926	8.68%	3.64%
股份制银行合计	6,076,421	618,901	14.40%	10.83%
北京银行	304,245	36,795	24.62%	13.76%
宁波银行	92,417	11,649	45.82%	14.42%
南京银行	74,649	9,041	27.20%	13.78%
城商行合计	471,310	57,485	32.55%	13.99%
上市银行合计	29,744,229	2,986,322	22.33%	12.00%

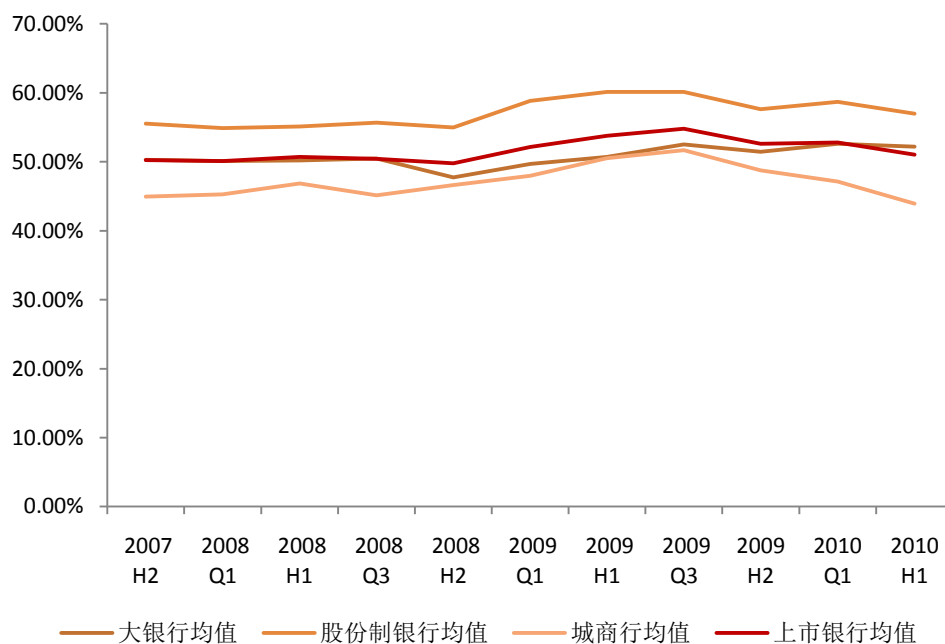
资料来源：湘财证券研究所

表 6: 上市银行贷款占生息资产比重

	2007 H2	2008 H1	2008 H2	2009 H1	2009	2010 H1
工商银行	46.65%	46.34%	46.65%	47.38%	48.47%	48.95%
农业银行	52.41%		44.19%		46.23%	47.28%
建设银行	49.32%	50.04%	49.88%	49.31%	49.70%	51.93%
中国银行	48.52%	51.20%	48.30%	53.48%	57.23%	56.71%
交通银行	54.42%	53.22%	49.66%	52.67%	55.70%	56.15%
大银行均值	50.26%	50.20%	47.74%	50.71%	51.46%	52.21%
招商银行	50.70%	52.64%	55.80%	58.61%	57.42%	58.37%
浦发银行	59.88%	61.79%	53.04%	57.74%	58.28%	58.87%
中信银行	56.95%	56.84%	55.93%	70.56%	60.11%	61.52%
民生银行	60.60%	57.79%	62.64%	64.49%	62.65%	61.64%
兴业银行	46.91%	48.25%	48.85%	52.81%	52.68%	46.26%
华夏银行	51.08%	52.64%	47.86%	52.52%	50.19%	51.25%
深发展 A	62.43%	55.70%	60.57%	64.08%	61.86%	60.83%
股份制银行均值	55.51%	55.09%	54.96%	60.12%	57.60%	56.96%
北京银行	44.36%	48.36%	45.71%	51.68%	50.75%	47.62%
宁波银行	49.85%	52.25%	50.67%	52.58%	50.72%	45.33%
南京银行	40.58%	39.95%	43.53%	47.28%	44.80%	38.84%
城商行均值	44.93%	46.85%	46.64%	50.51%	48.75%	43.93%
上市银行均值	50.23%	50.71%	49.78%	53.78%	52.60%	51.03%

资料来源: 湘财证券研究所

表 7: 由于信贷增速的控制, 上市银行贷款占生息资产的比重已回到历史均值



资料来源: 湘财证券研究所

图 7: 同业资产占比明显提高 (大银行除外)

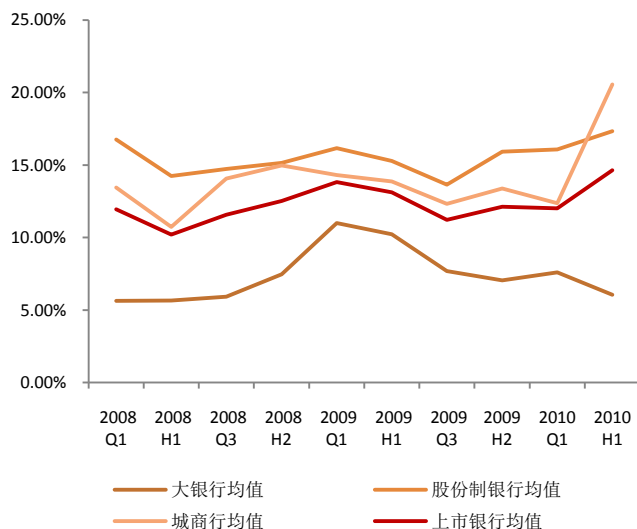
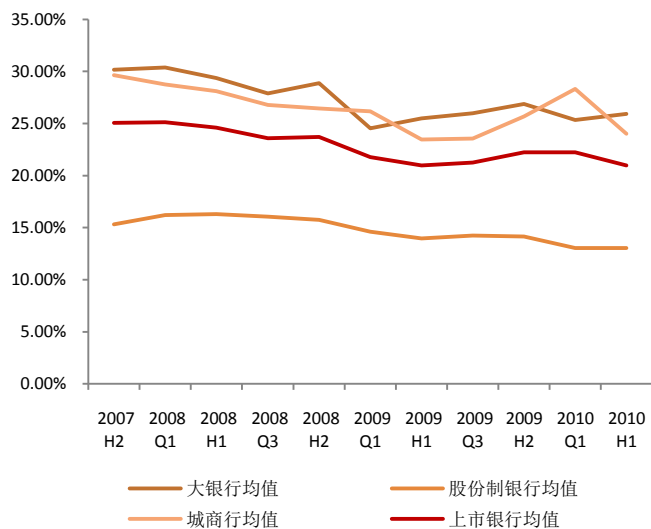


图 8: 债券占比情况



资料来源: 湘财证券研究所

3、年底拨备压力增加，信用成本抬头：

银行业上半年业绩增长的另一个重要因素是信用成本维持在历史最低水平，我们认为这主要基于两方面原因：（1）09 年以及 10 年上半年新增信贷充足，基数较大；（2）09 年开始中国经济的复苏为企业盈利提供了保障（详见中期报告），信贷质量良好。

对下半年尤其是四季度，我们认为，年底信用成本势必回升。主要因为：（1）信贷增速回归理性；（2）银行经营的审慎性要求年末控制风险，加提拨备；（3）监管的从严要求加提拨备，如拨备率提高到 2.5% 的传闻如果落实，那么上市银行补提拨备的压力将顿时增大；（4）房地产市场调控和地方政府融资平台的清理可能出现的信贷风险也要求银行提足拨备。

从短期来看，对拨备情况影响最大的新拨备政策的落实情况，如果要求银行拨备余额/贷款余额比例达到 2.5% 的话，那么上市银行整体补提拨备的压力将较大。截至到 10 年中期，15 家上市银行（未包括光大银行）平均拨备率为 2.04%，离 2.5% 的标准尚有 0.46% 的差距，除了农业银行、建设银行和华夏银行的拨备率较高以外，其他银行补提拨备的压力都很大。15 家上市银行共需补提拨备 730 亿左右，对上市银行净利润的影响在 560 亿左右。

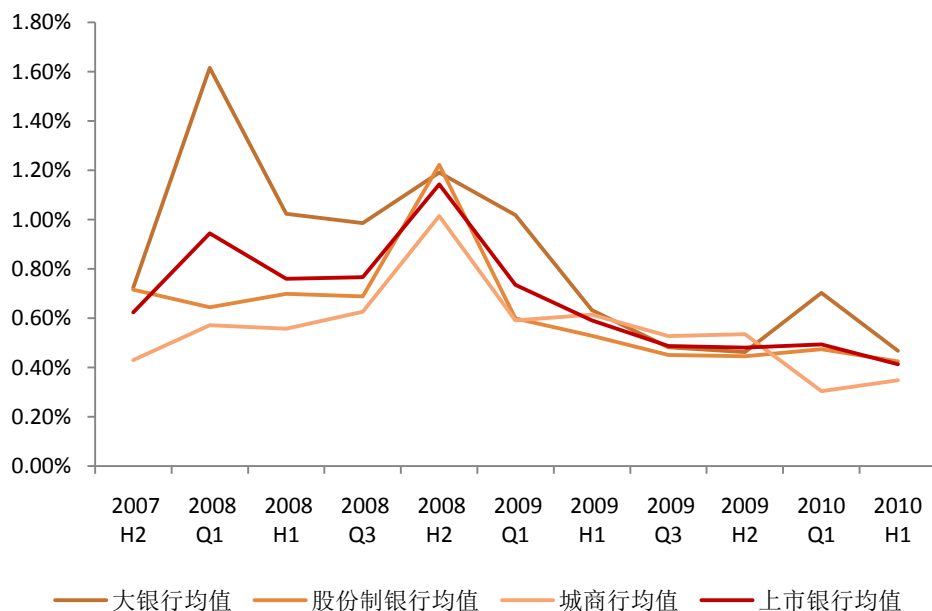
我们认为新拨备要求 10 年底实施的可能性不大，不过考虑到巴塞尔 III 对缓冲资本的要求情况，预计新的拨备要求实施也只是时间问题。

表 8: 上市银行信用成本

	2007 H2	2008 H1	2008 H2	2009 H1	2009 H2	2010 H1
工商银行	0.97%	0.89%	1.28%	0.42%	0.45%	0.33%
建设银行	0.91%	0.84%	1.44%	0.64%	0.59%	0.40%
中国银行	0.32%	1.18%	1.47%	0.53%	0.37%	0.41%
交通银行	0.70%	1.19%	0.58%	0.94%	0.44%	0.74%
大银行均值	0.72%	1.02%	1.19%	0.63%	0.46%	0.47%
招商银行	0.55%	0.42%	0.68%	0.56%	0.29%	0.39%
浦发银行	0.69%	0.42%	0.60%	0.49%	0.39%	0.30%
中信银行	0.58%	0.49%	1.04%	0.31%	0.31%	0.33%
民生银行	0.45%	0.55%	1.07%	0.75%	0.69%	0.49%
兴业银行	0.47%	0.60%	0.77%	0.01%	0.09%	0.38%
华夏银行	1.25%	1.34%	1.48%	0.82%	0.86%	0.80%
深发展 A	1.02%	1.07%	2.91%	0.75%	0.49%	0.28%
股份制银行均值	0.72%	0.70%	1.22%	0.53%	0.45%	0.43%
北京银行	0.37%	0.48%	1.05%	0.27%	0.29%	0.01%
宁波银行	0.31%	0.50%	0.61%	0.61%	0.65%	0.33%
南京银行	0.61%	0.69%	1.38%	0.96%	0.67%	0.70%
城商行均值	0.43%	0.56%	1.01%	0.61%	0.54%	0.35%
上市银行均值	0.62%	0.76%	1.14%	0.59%	0.48%	0.41%

资料来源: 湘财证券研究所

表 9: 上市银行信用成本



资料来源: 湘财证券研究所

表 10: 拨备率计提

	2009 H2	2010 H1	差额	贷款余额	补提拨备
工商银行	2.61%	2.45%	0.05%	6,202,394	3,070
农业银行	3.16%	3.25%	-0.75%	4,478,230	
建设银行	2.70%	2.56%	-0.06%	5,215,973	
中国银行	2.35%	2.26%	0.24%	5,270,161	12,606
交通银行	2.10%	2.01%	0.49%	2,029,740	9,916
大银行均值	2.58%	2.51%	-0.01%	23,196,498	
招商银行	2.07%	2.02%	0.48%	1,304,428	6,274
浦发银行	2.01%	1.90%	0.60%	1,031,069	6,236
中信银行	1.44%	1.40%	1.10%	1,176,347	12,918
民生银行	1.76%	1.84%	0.66%	937,612	6,206
兴业银行	1.39%	1.39%	1.11%	781,650	8,695
华夏银行	2.57%	2.56%	-0.06%	476,826	
深发展 A	1.10%	1.37%	1.13%	368,488	4,147
股份制银行均值	1.76%	1.78%	0.72%	6,076,421	
北京银行	2.25%	1.99%	0.51%	304,245	1,557
宁波银行	1.36%	1.29%	1.21%	92,417	1,121
南京银行	2.16%	2.20%	0.30%	74,649	227
城商行均值	1.92%	1.82%	0.68%	471,310	
上市银行均值	2.09%	2.04%	0.46%	29,744,229	72,973

资料来源：湘财证券研究所

二、对银行板块低估值诱惑的看法

银行板块从 10 年 4 月份开始了低估值之旅，到 9 月份板块估值再创新低。我们在中期策略中也提到了对板块后期走势的谨慎态度。我们对板块低估值的基本看法是：低估值不是板块上涨的理由，短期内银行板块很可能继续承受低估值。银行板块目前承受低估值，从本质上来说是由行业的周期性以及行业长期增长模式的瓶颈决定的。长期来看，在造成低估值的根本问题解决之前，促成板块上涨更多的将是阶段性的反弹机会，大幅反转的可能性不大。

短期来看，银行股低估值主要受以下几方面压力的影响，短期压力的结束是板块反弹必要条件：1、房地产市场调控能否收到中央满意的效果；2、下半年 A 股市场资金面的压力，来自银行本轮融资以及限售股解禁；3、对银行拨备以及资本状况的监管从警告一段落。

1、房地产调控能否见效

今年 4 月份开始房地产市场调控, 到目前为止, 除了初期经历了成交量下降以外, 效果很不明显, 在 8 月份房地产市场甚至出现了量价的环比回升。9 月份全国销售量的明显反弹已无悬念, 如果房价随量出现明显回升的话, 将会触及政府调控的底线, 后续调控仍将继续。我们认为, 对房地产市场的调控至少主要在两方面影响银行的利润: 第一, 房地产市场如果出现明显价格下降的话将对银行的资产质量形成压力; 第二, 我们认为房地产市场后续调控在开发贷上着力的可能性较大, 比如控制房地产开发贷的增速等等。应该说, 09 年以及 10 年 1 季度房价的过快上涨与银行信贷密切相关。今年上半年银行开发贷的增速明显高于全行一般贷款者增速。

表 11: 上市银行开发贷占比对比

	2009H1	2009H2	2010H1
工商银行	10.40%	11.00%	12.20%
建设银行	7.86%	7.44%	7.08%
中国银行	7.87%	7.47%	7.88%
农业银行	0.00%	14.40%	15.70%
招商银行	5.12%	7.63%	8.39%
浦发银行	8.16%	8.72%	9.65%
中信银行	5.90%	5.63%	6.33%
民生银行	11.00%	11.75%	12.77%
兴业银行	10.38%	9.39%	10.04%
华夏银行	6.85%	7.80%	8.16%
深发展 A	5.01%	6.47%	6.50%
北京银行	12.40%	13.61%	11.00%
南京银行	7.60%	9.54%	9.71%
上市银行均值	6.57%	8.06%	8.36%

资料来源: 湘财证券研究所

表 12: 上市银行按揭贷款占比

	2009 H1	2009H2	2010H1
工商银行	13.07%	15.91%	17.19%
建设银行	16.09%	18.62%	20.43%
中国银行	17.14%	18.49%	18.85%
交通银行	12.40%	13.61%	11.00%
农业银行	0.00%	12.11%	14.33%
招商银行	16.88%	23.08%	22.79%
浦发银行	12.00%	14.96%	15.63%
中信银行	7.66%	9.72%	12.48%
民生银行	10.28%	11.28%	11.11%
兴业银行	17.69%	21.25%	21.91%

华夏银行	5.20%	6.46%	7.19%
深发展 A	15.39%	21.20%	25.42%
北京银行	6.44%	7.80%	10.09%
南京银行	6.46%	5.94%	8.95%
上市银行均值	10.45%	13.36%	14.49%

资料来源：湘财证券研究所

表 13: 上市银行房地产贷款占比

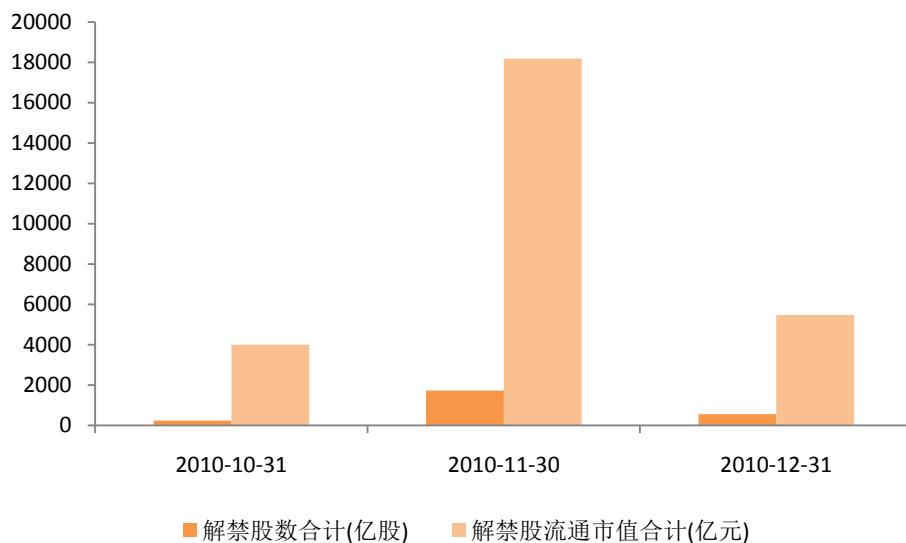
	2009 H1	2009H2	2010H1
工商银行	23.47%	26.91%	29.39%
建设银行	23.95%	26.06%	27.51%
中国银行	25.01%	25.96%	26.73%
交通银行	12.40%	13.61%	11.00%
农业银行	0.00%	26.51%	30.03%
招商银行	22.00%	30.71%	31.18%
浦发银行	20.16%	23.68%	25.28%
中信银行	13.56%	15.35%	18.81%
民生银行	21.28%	23.03%	23.88%
兴业银行	28.07%	30.64%	31.95%
华夏银行	12.05%	14.26%	15.35%
深发展 A	20.40%	27.67%	31.92%
北京银行	18.84%	21.41%	21.09%
宁波银行	0.00%	0.00%	0.00%
南京银行	14.06%	15.48%	18.66%
上市银行均值	17.02%	21.42%	22.85%

资料来源：湘财证券研究所

2、板块资金面上的压力

四季度 A 股市场整体的资金面依然偏紧，一方面来自银行板块再融资实施的直接影响，另一方面来自 A 股市场限售股集中解禁的间接影响。其中，如果银行板块再融资在四季度全部完成的话，将产生 2300 亿左右的资金需求。另外，四季度 A 股共有 2540 亿股的限售股解禁，按照最近的收盘价计算，将产生 2.77 万亿的解禁市值，对银行板块也将造成间接的资金压力。综合起来，我们认为四季度板块资金面上压力比较大。

表 14: 10 年 4 季度限售股解禁情况



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

三、个股推荐

基于上文论述的逻辑,在板块整体谨慎的前提下,我们推荐拨备补提压力不大、资本充足、房地产贷款占比较少的建设银行、招商银行、浦发银行和南京银行。

1、建设银行

- 公司盈利能力突出,远高于大行的平均水平。10 年中期 RoAE 达到 25.46%, RoAA 达到 1.46%。预计 10 年在摊薄的情况下, RoAE 将达到 22%,即使考虑融资 750 亿的摊薄效应,10 年 RoAE 也将达到 20%以上。
- 公司 09 年开始机构专业化改革,风险控制情况较好,对房地产相关贷款和政府融资平台贷款投放审慎。截至 10 年中期不良贷款率 1.22%,拨备覆盖了 204.72%。
- 公司拨备率充足,截至中期拨备余额/贷款余额为 2.56%,没有补提压力。公司资本状况良好,截至 10 年中期资本充足率和核心资本充足率分别为 11.68% 和 9.27%。
- 预计公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 0.59 和 0.71 元(未摊薄),BVPS 分别为 2.72 和 3.12 元。目前股价对应 10 年 PE 不到 8X, PB 在 1.7X 附近,估值优势明显,下跌空间有限。
- 详细估值见表

2、浦发银行

- 2010 年下半年净息差表现优于同业，资产端收益率提升和负债端成本的锁定都较好。
- 公司房地产贷款和政府融资平台贷款占比均处于行业中间水平，最主要的是公司的贷款区域主要集中于长三甲，并且大部分位于上海市。该区域经济发达，信贷风带风险低，政府财政实力充足，相关贷款信用风险很低。
- 预计公司对广东移动定向增发以后，10 年的资本充足率将达到 14.4%，核心资本充足率将达到 9.5%左右，这将会保持公司未来 3 年至少 27%的年复合增长率，并且公司未来 3 年将没有迫切的股权融资需求。
- 公司是上海国资整合以及上海“两个中心”建设的明显受益者。
- 我们预计公司 10、11 年的 EPS 分别为 1.47 和 1.82 元。BVPS 分别为 10.72 和 12.35 元。
- 详细估值见表

3、招商银行

- 公司 2010 年的下半年息差反弹将优于同业。公司在零售银行、中小企业贷款、非息收入三大业务上的优势将明显受益 2010 年经济复苏。
- 招行 220 亿配股的顺利发行体现了股东对公司发展前景的信心。预计公司未来 3 年资本充足率将在 12%附近，核心资本充足率在 8.5%左右。
- 公司目前二次转型完成较好，业务结构的领先为新资本协议的实行以及利率市场化做好了准备。公司有望率先实现资本节约的新型增长模式。
- 预计公司 09 年和 10 年的 EPS 分别为 1.19 和 1.46 元，BVPS 分别为 6.21 和 7.31 元。
- 详细估值见表

4、南京银行

- 公司业务增长潜力较大，债券业务的优势将对业绩起到平滑作用。
- 公司拨备计提比较充足，资本状况较好，截至 10 年中期，资本充足率和核心资本充足率分别为 11.59%和 10.53%。预计 50 亿配股融资后将对公司的资本状况和业绩增长形成有利的支撑。
- 预计公司 09 年和 10 年的 EPS 分别为 1.02 和 1.30 元，BVPS 分别为 6.00 和 7.15 元。对应公司 PE 分别为 10.33X 和 8.22X，在城商行中具有估值优势。
- 详细估值见表

表 15: 可比银行估值

评级		现价	EPS				BVPS			PPoPPS			EPS 增长			
		2010-09-26	2008A	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	CAGR
工商银行	增持	3.97	0.33	0.39	0.47	0.58	2.03	2.34	2.72	0.57	0.70	0.85	18.18%	21.33%	22.31%	20.60%
农业银行	增持	2.59	0.20	0.25	0.28	0.34	1.32	1.79	2.02	0.44	0.47	0.58	26.26%	10.84%	22.53%	19.70%
建设银行	买入	4.56	0.40	0.46	0.59	0.71	2.39	2.72	3.12	0.70	0.87	1.07	15.00%	27.48%	21.46%	21.21%
中国银行	增持	3.24	0.25	0.32	0.34	0.41	2.15	2.35	2.59	0.49	0.58	0.71	28.00%	6.86%	19.18%	17.69%
交通银行	增持	5.68	0.58	0.61	0.72	0.86	3.36	4.61	5.30	1.00	1.18	1.44	5.17%	18.15%	19.46%	14.07%
大银行均值			0.35	0.41	0.48	0.58	2.25	2.76	3.15	0.64	0.76	0.93	15.47%	18.19%	20.83%	18.14%
招商银行	买入	12.87	1.43	0.95	1.19	1.46	4.85	6.21	7.31	1.30	1.78	2.22	-33.57%	25.12%	22.48%	0.60%
浦发银行	买入	12.94	2.21	1.62	1.47	1.82	7.71	10.72	12.35	2.31	2.28	2.81	-26.70%	-9.39%	23.66%	-6.35%
中信银行	买入	5.14	0.34	0.37	0.50	0.59	2.74	3.12	3.57	0.56	0.80	0.96	8.82%	34.53%	17.80%	19.92%
民生银行	增持	5.01	0.42	0.63	0.58	0.75	3.99	3.94	4.62	0.94	1.02	1.29	50.00%	-8.37%	29.29%	21.13%
兴业银行	买入	23.21	2.28	2.66	2.89	3.70	11.92	15.30	18.30	3.55	4.17	5.37	16.67%	8.71%	27.91%	17.50%
光大银行	增持	3.39	0.26	0.23	0.25	0.33	1.44	1.90	2.18	0.39	0.43	0.56	-11.83%	10.28%	29.02%	7.85%
华夏银行	增持	10.77	0.70	0.75	1.09	1.42	6.06	11.12	12.29	1.64	2.30	2.89	7.09%	44.11%	30.71%	26.35%
深发展 A	买入	16.61	0.20	1.62	1.88	2.42	6.59	10.21	12.51	2.49	2.79	3.60	710.00%	16.31%	28.66%	129.71%
股份制均值			0.98	1.10	1.23	1.56	5.66	7.82	9.14	1.65	1.95	2.46	12.61%	11.47%	26.67%	16.72%
北京银行	增持	11.73	0.87	0.90	1.17	1.48	6.03	6.97	8.16	1.26	1.67	2.10	3.45%	30.23%	26.51%	19.45%
宁波银行	增持	11.95	0.53	0.58	0.92	1.26	3.90	6.30	7.13	0.87	1.30	1.75	9.43%	58.55%	37.30%	33.56%
南京银行	增持	10.58	0.79	0.84	1.02	1.30	6.62	6.00	7.15	1.21	1.46	1.86	6.33%	21.90%	27.22%	18.14%
城商行均值			0.73	0.77	1.04	1.35	5.52	6.42	7.48	1.11	1.48	1.91	5.94%	34.29%	29.93%	22.72%
上市银行均			0.69	0.76	0.92	1.16	4.48	5.67	6.59	1.13	1.39	1.77	10.74%	20.40%	26.88%	19.15%

	RoAE			RoAA			PE			PB			P/PPoP			市值 (亿元)
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
工商银行	20.00%	21.64%	22.90%	1.19%	1.22%	1.26%	10.18	8.39	6.86	1.95	1.70	1.46	9.19	7.48	6.11	13,260.55
农业银行	20.52%	19.27%	17.83%	0.82%	0.90%	0.94%	10.36	9.35	7.63	1.96	1.45	1.28	6.03	5.60	4.53	8,153.17
建设银行	20.80%	22.94%	24.41%	1.24%	1.24%	1.31%	9.91	7.78	6.40	1.91	1.68	1.46	10.70	8.57	7.01	10,656.22
中国银行	15.55%	15.96%	16.52%	1.03%	1.03%	1.00%	10.13	9.47	7.95	1.51	1.38	1.25	9.64	8.21	6.70	8,224.38
交通银行	19.40%	18.10%	17.39%	1.00%	1.00%	0.97%	9.31	7.88	6.60	1.69	1.23	1.07	10.97	9.33	7.64	2,782.86
大银行均值	19.25%	19.58%	19.81%	1.06%	1.08%	1.10%	9.98	8.57	7.09	1.80	1.49	1.31	9.30	7.84	6.40	43,077.18
招商银行	21.13%	22.61%	21.53%	1.01%	1.14%	1.18%	13.55	10.83	8.84	2.65	2.07	1.76	12.68	9.27	7.44	2,460.62
浦发银行	24.08%	17.63%	15.73%	0.90%	0.93%	0.96%	7.99	8.82	7.13	1.68	1.21	1.05	8.53	8.62	7.01	1,142.61
中信银行	14.15%	16.98%	17.53%	0.97%	1.01%	1.02%	13.89	10.33	8.77	1.87	1.65	1.44	14.36	10.05	8.36	2,006.30
民生银行	16.86%	15.70%	17.44%	0.98%	0.95%	1.02%	7.95	8.68	6.71	1.25	1.27	1.09	11.17	10.32	8.11	1,115.33
兴业银行	24.46%	22.91%	22.02%	1.13%	1.14%	1.17%	8.73	8.03	6.27	1.95	1.52	1.27	11.28	9.59	7.45	1,160.50
光大银行	18.79%	16.31%	15.95%	0.75%	0.72%	0.75%	11.33	10.27	7.96	1.80	1.36	1.19	8.05	7.13	5.55	1,370.74
华夏银行	13.04%	12.64%	12.13%	0.48%	0.58%	0.64%	14.29	9.92	7.59	1.78	0.97	0.88	9.14	6.52	5.20	537.48
深发展 A	27.29%	22.48%	20.19%	0.95%	1.00%	1.07%	10.71	9.80	7.56	2.63	1.70	1.39	12.64	11.29	8.75	515.81
股份制均值	19.98%	18.41%	17.81%	0.89%	0.93%	0.98%	11.05	9.58	7.60	1.95	1.47	1.26	10.98	9.10	7.23	10,309.38
北京银行	15.78%	18.02%	19.60%	1.19%	1.21%	1.26%	13.03	10.01	7.91	1.94	1.68	1.44	14.99	11.30	8.96	730.49
宁波银行	15.72%	18.03%	18.80%	1.09%	1.18%	1.24%	20.60	13.00	9.46	3.07	1.90	1.68	33.28	22.19	16.50	298.75
南京银行	13.13%	18.46%	19.82%	1.27%	1.41%	1.41%	12.60	10.33	8.12	1.60	1.76	1.48	19.59	16.29	12.78	194.33
城商行均值	14.88%	18.17%	19.41%	1.18%	1.27%	1.30%	15.41	11.11	8.50	2.20	1.78	1.53	22.62	16.59	12.75	1,223.57
上市银行均	18.04%	18.72%	19.01%	1.04%	1.09%	1.13%	12.15	9.76	7.73	1.99	1.58	1.36	14.30	11.18	8.79	54,610.13

资料来源: 湘财证券研究所

表 16: 建设银行估值与预测

盈利驱动因素(期初期末)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
总资产增长率(%YoY)	14.51%	27.37%	17.67%	18.03%	17.87%	利息净收入	224,920	211,885	263,683	316,646	378,058
生息资产增长率	14.46%	27.92%	17.38%	18.03%	17.87%	手续费及佣金净收	38,446	48,059	63,438	82,469	103,087
净息差(NIM)	3.25%	2.52%	2.57%	2.62%	2.65%	其他业务收入	4,025	6,990	3,973	5,667	8,321
净利差(NIS)	3.12%	2.42%	2.46%	2.51%	2.54%	营业税金及附加	15,793	15,972	19,866	24,287	29,368
平均生息资产生息率	5.15%	4.03%	4.11%	4.19%	4.25%	业务管理费用	82,162	87,900	107,605	131,554	156,629
平均计息负债付息率	2.03%	1.61%	1.65%	1.69%	1.70%	EBIT	121,151	140,136	180,236	218,153	265,157
成本收入比	30.71%	32.90%	32.50%	32.50%	32.00%	拨备前利润	169,436	163,062	203,623	248,941	303,469
有效税率	22.63%	22.99%	23.00%	23.00%	23.00%	资产减值准备	50,829	25,460	26,949	34,378	42,048
信用成本	1.03%	0.49%	0.49%	0.52%	0.54%	NOPLAT	93,733	107,923	138,782	167,978	204,171
成长性(%YoY)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润总额	119,741	138,725	178,115	216,314	263,554
贷款及垫款	15.72%	27.40%	18.22%	18.03%	17.87%	所得税	27,099	31,889	40,966	49,752	60,617
客户存款	19.39%	25.49%	25.60%	19.00%	19.00%	净利润	92,642	106,836	137,149	166,562	202,937
净利息收入	16.67%	-5.80%	24.45%	20.09%	19.39%	少数股东损益	43	80	114	114	153
手续费及佣金净收入	22.78%	25.00%	32.00%	30.00%	25.00%	归属母公司净利润	92,599.00	106,756.00	137,034.26	166,448.35	202,783.39
非息收入	60.17%	29.62%	22.46%	30.74%	26.40%	EPS	0.40	0.46	0.59	0.71	0.87
营业收入	21.89%	-0.12%	23.92%	22.26%	20.92%	资产负债表(百万)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
业务及管理费	4.23%	6.98%	22.42%	22.26%	19.06%	现金及存放央行款	1,247,450	1,458,648	1,712,190	2,020,880	2,382,047
PPOP	32.24%	-3.76%	24.87%	22.26%	21.90%	存放同业和其他金	263,640	722,215	1,616,508	2,052,004	2,418,734
EBIT	18.87%	15.67%	28.62%	21.04%	21.55%	贷款和垫款	3,683,575	4,692,947	5,547,831	6,548,045	7,718,296
税前利润	18.77%	15.85%	28.39%	21.45%	21.84%	债券投资	2,194,748	2,578,799	2,219,132	2,475,161	2,917,516
净利润	34.10%	15.29%	28.36%	21.46%	21.83%	生息资产(起初期末)	7,389,413	9,452,609	11,095,662	13,096,091	15,436,593
估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	资产合计	7,553,925	9,621,765	11,322,104	13,363,358	15,751,625
PE(Trailing)	11.40	9.91	7.78	6.40	5.25	客户存款	6,375,915	8,001,323	10,049,662	11,959,097	14,231,326
PE(Leading)	18.66	16.22	12.73	10.48	8.60	同业和其它金融机	491,442	812,911	191,946	188,950	137,396
PB(Trailing)	2.28	1.91	1.68	1.46	1.27	发行债务	42,793	82,751	124,392	107,852	94,008
PB(Leading)	3.73	3.12	2.74	2.39	2.07	计息负债(起初期末)	6,910,150	8,896,985	10,366,000	12,255,900	14,462,730
PEG	0.33	0.65	0.27	0.30	0.24	负债总计	7,087,890	9,064,335	10,686,598	12,634,948	14,910,031
P/POP	6.29	10.70	8.57	7.01	5.75	股本	233,689	233,689	233,689	233,689	233,689
每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	一般准备	46,628	46,806	62,478	69,295	84,300
EPS	0.40	0.46	0.59	0.71	0.87	少数股东权益	1,596	3,545	0	0	0
BVPS	2.00	2.39	2.72	3.12	3.60	股东权益	467,562	559,020	635,506	728,410	841,595
每股拨备前利润	0.73	0.70	0.87	1.07	1.30	资产负债结构	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
股息派发率	48.99%	44.18%	45.00%	40.00%	40.00%	资本充足率	12.16%	11.70%	11.43%	10.90%	10.69%
资产质量指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	核心资本充足率	10.17%	9.46%	9.35%	8.92%	8.74%
不良贷款	83,882.00	72,156.00	91,935.49	115,993.95	132,313.65	风险加权资产平均	55.55%	54.02%	54.00%	55.00%	55.00%
不良贷款率	2.21%	1.50%	1.66%	1.77%	1.71%	存贷比	59.61%	57.77%	58.65%	55.20%	54.75%
拨备覆盖率	131.58%	175.77%	175.00%	175.00%	175.00%	财务杠杆 X	16.16	17.21	17.82	18.35	18.72
新增 NPL/贷款均值	-0.04%	-0.27%	0.38%	0.39%	0.22%	生息资产/总资产	97.82%	98.24%	98.00%	98.00%	98.00%
贷款核销率	0.00%	0.01%	0.01%	0.02%	0.03%	贷款及垫款/总资产	48.76%	48.77%	49.00%	49.00%	49.00%
拨备余额/贷款余额	3.00%	2.70%	2.90%	3.10%	3.00%	计息负债/总负债	97.49%	98.15%	97.00%	97.00%	97.00%
资产盈利能力	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	贷款结构					
ROAA	1.31%	1.24%	1.31%	1.35%	1.39%	企业贷款	73.67%	71.79%			
ROAE	20.81%	20.80%	22.94%	24.41%	25.83%	贴现贷款	4.30%	4.89%			
RoRWA	2.35%	2.27%	2.42%	2.47%	2.53%	零售贷款	22.02%	23.32%			
营业收入/资产余额	3.54%	2.78%	2.92%	3.03%	3.11%	中小企业贷款	0.00%	0.00%			
营业费用/资产余额	1.97%	1.35%	1.36%	1.42%	1.45%	存款结构					
业务数据	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	活期存款	52.86%	54.93%			
分支机构(个)	13,629.00					定期存款	44.63%	43.65%			
员工数(人)	298,581.00					其他存款	2.51%	1.41%			

资料来源: 湘财证券研究所

表 17: 浦发银行估值与预测

盈利驱动因素 (期初期末均)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
总资产增长率 (%YoY)	43.11%	23.93%	22.48%	17.74%	17.58%	利息净收入	31,534	33,538	41,725	50,492	60,447
生息资产增长率	43.58%	21.66%	19.11%	18.24%	18.00%	手续费及佣金净收入	1,795	2,207	3,310	4,800	6,720
净息差 (NIM)	2.89%	2.36%	2.44%	2.49%	2.52%	其他业务收入	1,013	694	686	956	1,371
净利差 (NIS)	2.78%	2.29%	2.40%	2.45%	2.47%	营业税金及附加	2,613	2,826	3,521	4,331	5,277
平均生息资产生息率	5.11%	4.23%	4.37%	4.46%	4.52%	业务管理费用	12,679	13,253	16,002	19,687	23,988
平均计息负债付息率	2.34%	1.94%	1.98%	2.02%	2.05%	EBIT	16,713	18,707	23,671	28,482	34,081
成本收入比	36.69%	35.99%	35.00%	35.00%	35.00%	拨备前利润	19,050	20,361	26,198	32,230	39,272
有效税率	18.22%	23.59%	23.50%	23.00%	23.00%	资产减值准备	3,718	3,182	4,322	5,354	6,651
信用成本	0.60%	0.39%	0.43%	0.44%	0.46%	NOPLAT	13,669	14,293	18,108	21,931	26,242
成长性 (%YoY)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润总额	15,303	17,296	22,026	27,060	32,845
贷款及垫款	27.18%	33.65%	18.56%	18.24%	20.00%	所得税	2,788	4,081	5,176	6,224	7,554
客户存款	24.08%	36.74%	22.00%	21.00%	20.00%	净利润	12,515.97	13,215.58	16,850.23	20,836.16	25,290.78
净利息收入	30.42%	6.36%	24.41%	21.01%	19.72%	少数股东损益	0	-1	0	0	0
手续费及佣金净收入	58.89%	22.98%	50.00%	45.00%	40.00%	归属母公司净利润	12,515.97	13,216.58	16,850.23	20,836.16	25,290.78
非息收入	93.63%	3.34%	37.73%	44.04%	40.56%	EPS	2.21	1.62	1.47	1.82	2.20
营业收入	33.56%	6.55%	24.16%	23.02%	21.85%	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
业务及管理费	32.92%	4.53%	20.74%	23.02%	21.85%	现金及存放央行款项	162,601	205,119	244,326	288,885	340,884
PPOP	33.81%	6.88%	28.67%	23.02%	21.85%	存放同业和其他金融	249,245	220,947	165,139	219,462	233,438
EBIT	40.90%	11.93%	26.53%	20.32%	19.66%	贷款和垫款	681,267	910,508	1,079,498	1,276,369	1,531,643
税前利润	42.25%	13.02%	27.35%	22.85%	21.38%	债券投资	191,227	225,961	372,241	415,920	490,786
净利润	127.61%	5.60%	27.49%	23.66%	21.38%	生息资产(起初期末均)	1,284,339	1,562,535	1,861,203	2,200,637	2,596,751
估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	资产合计	1,309,425	1,622,718	1,987,517	2,340,025	2,751,396
PE(Trailing)	5.86	7.99	8.82	7.13	5.87	客户存款	947,294	1,295,342	1,580,318	1,912,184	2,294,621
PE(Leading)	8.90	12.15	13.40	10.84	8.93	同业和其它金融机构	252,656	211,023	224,934	223,121	224,006
PB(Trailing)	1.76	1.68	1.21	1.05	0.90	发行债务	18,800	18,800	21,926	18,958	16,478
PB(Leading)	2.67	2.55	1.84	1.59	1.37	计息负债(起初期末均)	1,218,750	1,525,165	1,827,178	2,154,262	2,535,106
PEG	0.05	1.43	0.32	0.30	0.27	负债总计	1,267,724	1,554,631	1,864,467	2,198,227	2,586,842
P/PPOP	3.85	8.53	8.62	7.01	5.75	股本	5,661	8,830	11,479	11,479	11,479
每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	一般准备	6,400	6,900	8,747	10,030	12,019
EPS	2.21	1.62	1.47	1.82	2.20	少数股东权益	22	134	0	0	0
BVPS	7.37	7.71	10.72	12.35	14.34	股东权益	41,702	68,087	123,050	141,798	164,554
每股拨备前利润	3.37	2.31	2.28	2.81	3.42	资产负债结构	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
股息派发率	10.40%	10.02%	10.00%	10.00%	16.00%	资本充足率	9.07%	10.34%	15.22%	14.89%	14.70%
资产质量指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	核心资本充足率	5.03%	6.91%	10.07%	9.86%	9.73%
不良贷款	8,467.00	7,460.00	11,360.43	13,979.28	18,379.72	风险加权资产平均系	57.42%	58.16%	59.00%	59.00%	59.00%
不良贷款率	1.21%	0.80%	1.05%	1.10%	1.20%	存贷比	70.16%	71.92%	70.29%	68.31%	66.75%
拨备覆盖率	192.49%	245.92%	210.00%	210.00%	208.33%	财务杠杆 X	31.40	23.83	16.15	16.50	16.72
新增 NPL/贷款均值	0.07%	-0.12%	0.38%	0.22%	0.31%	生息资产/总资产	98.08%	96.29%	93.64%	94.04%	94.38%
贷款核销率	0.09%	0.09%	0.20%	0.22%	0.18%	贷款及垫款/总资产	52.03%	56.11%	54.31%	54.55%	55.67%
拨备余额/贷款余额	2.39%	2.01%	2.21%	2.30%	2.50%	计息负债/总负债	96.14%	98.10%	98.00%	98.00%	98.00%
资产盈利能力	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	贷款结构					
ROAA	1.13%	0.90%	0.93%	0.96%	0.99%	企业贷款	80.81%	78.68%			
ROAE	35.76%	24.08%	17.63%	15.73%	16.51%	贴现贷款	3.73%	4.34%			
RoRWA	1.92%	1.56%	1.59%	1.63%	1.68%	零售贷款	15.46%	16.98%			
营业收入/资产余额	2.64%	2.27%	2.30%	2.40%	2.49%	中小企业贷款	0.00%	0.00%			
营业费用/资产余额	1.47%	1.21%	1.20%	1.26%	1.31%	存款结构					
业务数据	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	活期存款	44.12%	45.18%			
分支机构 (个)	491.00					定期存款	42.05%	44.38%			
员工数 (人)	17,695.00					其他存款	15.04%	10.44%			

资料来源: 湘财证券研究所

表 18: 招商银行估值与预测

盈利驱动因素 (期初期末均)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
总资产增长率 (%YoY)	19.20%	31.76%	18.28%	18.02%	17.86%	利息净收入	46,885	40,364	55,556	68,025	82,493
生息资产增长率	18.41%	32.40%	17.21%	18.18%	18.00%	手续费及佣金净收入	7,744	7,993	10,391	13,508	16,885
净息差 (NIM)	3.33%	2.28%	2.53%	2.64%	2.71%	其他业务收入	679	3,089	2,392	3,133	4,357
净利差 (NIS)	3.20%	2.18%	2.43%	2.53%	2.60%	营业税金及附加	3,296	3,129	4,100	5,080	6,224
平均生息资产生息率	5.16%	3.71%	4.13%	4.30%	4.41%	业务管理费用	20,340	23,078	25,832	31,750	38,382
平均计息负债付息率	1.96%	1.53%	1.71%	1.76%	1.81%	EBIT	28,169	22,384	33,093	40,796	50,492
成本收入比	36.78%	44.86%	37.80%	37.50%	37.00%	拨备前利润	31,566	24,884	38,406	47,836	59,129
有效税率	21.72%	18.54%	22.50%	23.00%	23.00%	资产减值准备	5,154	2,971	6,010	7,898	9,700
信用成本	0.67%	0.29%	0.44%	0.49%	0.51%	NOPLAT	22,050	18,235	25,647	31,413	38,879
成长性 (%YoY)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润总额	26,759	22,384	33,093	40,796	50,492
贷款及垫款	30.31%	36.24%	18.40%	18.18%	18.00%	所得税	5,813	4,149	7,446	9,383	11,613
客户存款	32.55%	28.59%	28.30%	21.00%	20.00%	净利润	20,946	18,235	25,647	31,413	38,879
净利息收入	38.30%	-13.91%	37.64%	22.44%	21.27%	少数股东损益	-131	0	0	0	0
手续费及佣金净收入	20.27%	3.22%	30.00%	30.00%	25.00%	归属母公司净利润	21,077	18,235	25,647	31,413	38,879
非息收入	19.37%	31.57%	15.35%	30.18%	27.65%	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	35.04%	-6.98%	32.84%	23.89%	22.52%	现金及存放央行款项	181,601	216,167	253,370	299,442	353,346
业务及管理费	41.70%	13.46%	11.93%	22.91%	20.89%	存放同业和其他金融	186,466	270,125	268,413	348,054	410,709
PPOP	30.33%	-21.17%	54.34%	24.55%	23.61%	贷款和垫款	852,754	1,161,817	1,375,609	1,625,746	1,918,406
EBIT	27.19%	-20.54%	47.84%	23.28%	23.77%	债券投资	307,532	375,386	474,348	529,769	625,136
税前利润	27.16%	-16.35%	47.84%	23.28%	23.77%	生息资产 (起期初末均)	1,528,353	2,023,495	2,371,740	2,803,011	3,307,597
净利润	38.27%	-13.48%	40.65%	22.48%	23.77%	资产合计	1,562,199	2,058,343	2,434,586	2,873,283	3,386,560
估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	客户存款	1,250,648	1,608,146	2,063,251	2,496,534	2,995,841
PE (Trailing)	9.00	13.55	10.83	8.84	7.14	同业和其它金融机构	154,158	230,552	141,447	114,354	87,535
PE (Leading)	11.54	17.37	13.88	11.33	9.16	发行债务	40,278	40,731	26,778	23,180	20,173
PB (Trailing)	2.37	2.65	2.07	1.76	1.48	计息负债 (起期初末均)	1,445,084	1,879,429	2,231,476	2,634,068	3,103,549
PB (Leading)	3.04	3.40	2.65	2.26	1.90	负债总计	1,520,974	1,981,623	2,300,490	2,715,534	3,199,535
PEG	0.24	-1.00	0.27	0.39	0.30	股本	14,707	19,119	21,577	21,577	21,577
P/POP	6.00	12.68	9.27	7.44	6.02	一般准备	10,793	14,976	17,151	20,508	24,059
每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	少数股东权益	266	0	0	0	0
EPS	1.43	0.95	1.19	1.46	1.80	股东权益	79,781	92,783	134,095	157,749	187,025
BVPS	5.42	4.85	6.21	7.31	8.67	现金流量表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
每股拨备前利润	2.15	1.30	1.78	2.22	2.74	NOPAT	22,050	18,235	25,647	31,413	38,879
股息派发率	7.00%	24.70%	25.00%	30.00%	35.00%	资产减值准备	5,154	2,971	6,010	7,898	9,700
资产质量指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	应收	-251,647	-496,144	-376,243	-438,698	-513,276
不良贷款	10,355.00	9,732.00	11,463.41	14,136.92	19,184.06	应付	301,909	460,649	318,867	415,044	484,001
不良贷款率	1.11%	1.03%	0.83%	0.87%	1.00%	自由现金流	74,530	-14,327	-32,272	7,306	8,964
拨备覆盖率	208.67%	246.66%	240.00%	230.00%	220.00%	资产负债结构	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
新增 NPL/贷款均值	-0.07%	-0.06%	0.13%	0.17%	0.28%	资本充足率	11.34%	10.45%	12.88%	13.08%	13.15%
贷款核销率	0.08%	0.07%	0.09%	0.15%	0.18%	核心资本充足率	6.56%	6.63%	8.26%	8.48%	8.53%
拨备余额/贷款余额	2.53%	2.07%	2.00%	2.00%	2.20%	风险加权资产平均系	58.71%	56.44%	56.00%	55.00%	55.00%
资产盈利能力	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	存贷比	69.36%	68.18%	72.25%	66.67%	65.12%
ROAA	1.47%	1.01%	1.14%	1.18%	1.24%	财务杠杆 X	19.58	22.18	18.16	18.21	18.11
ROAE	28.53%	21.13%	22.61%	21.53%	22.55%	生息资产/总资产	97.83%	98.31%	97.42%	97.55%	97.67%
RoRWA	2.58%	1.75%	2.03%	2.13%	2.26%	贷款及垫款/总资产	54.59%	56.44%	56.50%	56.58%	56.65%
营业收入/资产余额	3.54%	2.50%	2.81%	2.95%	3.06%	计息负债/总负债	95.01%	94.84%	97.00%	97.00%	97.00%
营业费用/资产余额	1.85%	1.43%	1.48%	1.56%	1.60%	贷款结构					
业务数据	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	企业贷款	62.44%	59.15%			
分支机构 (个)	667.00					贴现贷款	10.95%	8.65%			
员工数 (人)	36,916.00					零售贷款	26.61%	32.20%			
信用卡发卡量 (百万)	27.26					中小企业贷款	43.10%	0.00%			
一卡通发卡量 (百万)	49.07					存款结构					
金葵花客户数 (万)	39.30					活期存款	51.29%	54.75%			
信用卡交易额增量 (百万)	210,800.00					定期存款	48.71%	45.25%			

资料来源: 湘财证券研究所

表 19: 南京银行估值与预测

盈利驱动因素 (期初期末均值)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
总资产增长率 (%YoY)	23.19%	59.61%	32.64%	22.24%	20.00%	利息净收入	2,596	3,167	4,622	5,920	7,318
生息资产增长率	22.08%	63.24%	29.63%	21.35%	20.00%	手续费及佣金净收入	220	328	488	658	856
净息差 (NIM)	3.18%	2.68%	2.75%	2.82%	2.89%	其他业务收入	406	132	385	572	908
净利差 (NIS)	2.81%	2.51%	2.62%	2.70%	2.78%	营业税金及附加	182	259	392	510	647
平均生息资产生息率	5.56%	4.19%	4.29%	4.40%	4.51%	业务管理费用	818	1,138	1,615	2,195	2,815
平均计息负债付息率	2.75%	1.68%	1.67%	1.70%	1.73%	EBIT	3,151	3,282	3,066	3,888	5,001
成本收入比	25.36%	31.38%	29.40%	30.70%	31.00%	拨备前利润	2,223	2,230	3,487	4,445	5,619
有效税率	16.35%	17.46%	18.00%	18.40%	20.00%	资产减值准备	488	357	502	629	679
信用成本	1.13%	0.64%	0.68%	0.72%	0.65%	NOPLAT	2,636	2,709	2,514	3,172	4,001
成长性 (%YoY)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润总额	1,741	1,871	2,982	3,812	4,934
贷款及垫款	30.96%	67.98%	18.65%	18.39%	20.00%	所得税	285	327	537	701	987
客户存款	23.17%	62.80%	22.00%	21.00%	20.00%	净利润	1,456	1,545	2,445	3,110	3,947
净利息收入	32.71%	21.98%	45.95%	28.08%	23.62%	少数股东损益	0	1	0	0	0
手续费及佣金净收入	235.40%	48.90%	48.60%	35.00%	30.00%	归属母公司净利润	1,456.10	1,543.73	2,444.91	3,110.31	3,947.17
非息收入	-2096.00%	-26.53%	89.45%	41.05%	43.38%	EPS	0.79	0.84	1.02	1.30	1.65
营业收入	67.40%	12.53%	51.46%	30.14%	27.02%	资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
业务及管理费	40.42%	39.25%	41.90%	35.89%	28.26%	现金及存放央行款项	8,834	15,190	19,691	23,895	28,674
PPOP	81.50%	0.30%	56.37%	27.47%	26.41%	存放同业和其他金融机构	8,667	23,947	54,354	70,797	84,956
EBIT	45.37%	4.18%	-6.58%	26.79%	28.65%	贷款和垫款	39,057	65,608	77,843	92,157	110,589
税前利润	63.70%	7.51%	59.34%	27.84%	29.44%	债券投资	33,161	41,714	37,972	43,544	52,253
净利润	60.10%	6.02%	58.38%	27.22%	26.91%	生息资产 (起初期末均值)	89,720	146,459	189,860	230,393	276,472
估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产合计	93,706	149,566	198,391	242,519	291,023
PE(Trailing)	13.39	12.60	10.33	8.12	6.40	客户存款	62,731	102,127	124,595	150,760	180,912
PE(Leading)	30.11	28.32	23.23	18.26	14.39	同业和其它金融机构存拆	14,407	31,563	49,626	63,326	76,525
PB(Trailing)	1.71	1.60	1.76	1.48	1.23	发行债务	800	800	2,116	1,901	1,684
PB(Leading)	3.85	3.59	3.97	3.33	2.77	计息负债 (起初期末均值)	77,938	134,490	176,337	215,987	259,122
PEG	0.22	2.09	0.18	0.30	0.24	负债总计	82,360	137,398	184,068	225,456	270,482
P/PPOP	8.74	19.59	16.29	12.78	10.11	股本	1,837	1,837	2,388	2,388	2,388
每股指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	一般准备	500	1,076	1,226	1,591	1,847
EPS	0.79	0.84	1.02	1.30	1.65	少数股东权益	50	129	0	0	0
BVPS	6.18	6.62	6.00	7.15	8.60	股东权益	11,346	12,168	14,322	17,063	20,541
每股拨备前利润	1.21	1.21	1.46	1.86	2.35	资产负债结构	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
股息派发率	37.84%	11.89%	20.00%	20.00%	25.00%	资本充足率	24.12%	13.90%	12.54%	12.22%	12.26%
资产质量指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	核心资本充足率	20.68%	12.77%	10.77%	10.49%	10.40%
不良贷款	659.00	815.00	1,098.95	1,355.25	1,626.30	风险加权资产平均系数	52.72%	60.35%	57.00%	57.00%	57.00%
不良贷款率	1.64%	1.22%	1.41%	1.47%	1.47%	存贷比	58.56%	62.26%	64.24%	62.48%	61.13%
拨备覆盖率	170.26%	173.81%	170.00%	170.00%	170.00%	财务杠杆 X	8.26	12.29	13.85	14.21	14.17
新增 NPL/贷款均值	0.31%	0.29%	0.39%	0.29%	0.26%	生息资产/总资产	95.75%	97.92%	95.70%	95.00%	95.00%
贷款核销率	#DIV/0!	0.10%	0.20%	0.20%	0.20%	贷款及垫款/总资产	41.68%	43.87%	39.24%	38.00%	38.00%
拨备余额/贷款余额	2.87%	2.16%	2.40%	2.50%	2.50%	计息负债/总负债	94.63%	97.88%	95.80%	95.80%	95.80%
资产盈利能力	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	贷款结构					
ROAA	1.72%	1.27%	1.41%	1.41%	1.48%	企业贷款	78.55%	85.15%			
ROAE	13.68%	13.13%	18.46%	19.82%	20.99%	贴现贷款	9.88%	2.89%			
RoRWA	3.47%	2.21%	2.40%	2.48%	2.60%	零售贷款	11.57%	11.97%			
营业收入/资产余额	3.44%	2.43%	2.77%	2.95%	3.12%	中小企业贷款	18.15%	14.13%			
营业费用/资产余额	1.59%	1.17%	1.26%	1.37%	1.42%	存款结构					
业务数据	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	活期存款	45.76%	48.32%			
分支机构 (个)	64.00					定期存款	41.25%	41.46%			
员工数 (人)	2,100.00					其他存款	12.99%	10.22%			

资料来源: 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。