

推荐

茶杯风波与大象之舞

2011年3月7日

管窥韩国储蓄银行挤兑危机

上证指数 2996

行业规模

		占比%
股票家数(只)	16	0.8
总市值(亿元)	41046	15.4
流通市值(亿元)	31451	15.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.9	-0.8	-13.0
相对表现	-2.8	-12.8	-13.6



相关报告

- 1、《带刺的玫瑰：不良贷款压力下的银行投资—2011年银行业策略报告》2010/11/26
- 2、《息差超预期！估值创新低？—11年2月银行业观察报告》2011/2/16

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

肖立强(研究助理)

0755-82940734
xiaolq@cmschina.com.cn

房地产相关贷款损失过大是导致此次韩国储蓄银行危机主要原因，但危机对韩国银行业整体运行影响不大。通过探究韩国住房金融体制与中国住房金融体制的异同，了解房地产业发展对银行体系的影响，更加坚定了我们对中国银行业房贷风险可控的判断。经营四平八稳和息差快速上升(详见《银行业2月观察报告》)将使银行一季度业绩跳出绚丽的大象之舞，维持行业“推荐”评级，重点关注招行、民生、兴业、北京。

- **最大有多大？5年6倍的资产快速膨胀使其成为韩国最大的储蓄银行**，但釜山储蓄银行总资产规模(2010年6月30日)仅34亿美元。据目前公司情况和提出整改方案来看，这几家银行度过危机的可能性不大，破产或被出售是最终结局。但韩国所有(105家)储蓄银行占韩国金融机构总资产比例仅为3%，此次韩国储蓄银行“挤兑”是一场局部风波。
- **住房金融模式向外生转变促进韩国房地产业迅猛发展**。2004年韩国住房金融公司的成立促成韩国住房金融体系向外生转变，其通过发行MBS为房地产建设和消费提供资金大大促进了韩国房地产的繁荣。而房地产大发展背景下，较小银行成本劣势下的被动扩张导致其风险较易在经济和行业周期向下时暴露。但这并不影响目前韩国银行业特别是大银行正常运行。
- **更加坚定目前中国住房贷款风险可控的判断**。住房公积金制度和中国住房金融的内生性为银行体系提供了天然风险缓冲。中国居民部门的高储蓄决定了其资产负债表非常稳健，居民家庭低负债率和房地产相关贷款的低占比表明按揭贷款背后有较为坚实的偿还能力支撑。
- **量稳价升、不良可控是2011年银行业经营的关键字**。在内生性住房金融体系下，中国银行业房地产相关贷款风险远没有之前市场预期的悲观，银行业绩仍将保持稳定增长。而息差的快速上升(详见《银行业2月观察报告》)将使银行一季度业绩超预期，我们继续强烈推荐业绩增速较快的招行、民生、北京以及之前因为房贷占比较高而被错杀的兴业银行。

风险提示：若通胀失控可能导致超预期紧缩

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
民生银行	5.42	0.63	0.63	0.77	8.67	7.04	1.4	强烈推荐-A
招商银行	14.23	0.95	1.22	1.52	11.66	9.35	2.1	强烈推荐-A
兴业银行	27.73	2.66	3.09	3.65	8.98	7.59	1.8	强烈推荐-A
北京银行	11.28	0.90	1.26	1.50	8.95	7.52	1.8	强烈推荐-A
华夏银行	12.49	0.75	1.20	1.66	10.42	7.52	1.7	强烈推荐-A
浦发银行	13.61	1.62	1.32	1.71	10.27	7.98	2.3	审慎推荐-A
深发展A	16.74	1.62	1.80	2.36	9.28	7.09	1.7	审慎推荐-A
宁波银行	13.56	0.58	0.79	0.93	17.17	14.64	3.3	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

韩版“次贷”危机？言过其实	3
韩国住房金融体系：外生模式下的迅猛发展	4
中国住房金融体系：内生性与银行体系的风险缓冲	9
更加坚定信心：四平八稳下的大象之舞	12

图表目录

图 1：韩国住房金融系统运行模式全貌	4
图 2：国民住宅基金管理流程	5
图 3：三种要约储蓄具体形式	5
图 4：外生模式下韩国房地产价格上涨迅猛	7
图 5：韩国按揭贷款总额快速增长	7
图 6：韩国 MBS 发行情况	7
图 7：韩国 M2 增长情况	7
图 8：韩国 CPI 走势	8
图 9：韩国官方利率变化情况	8
图 10：韩国银行业贷款总额	8
图 11：韩国银行业不良贷款率	8
图 12：房地产按揭贷款增长迅速	9
图 13：中国房地产按揭贷款占银行业贷款总额比例	9
图 14：中国住房按揭占居民储蓄比重	9
图 15：住房按揭占居民储蓄比重较发达国家处于低位	9
图 16：中国居民部门杠杆率（居民贷款/居民储蓄）	10
图 17：居民部门杠杆率的国际比较	10
图 18：银行业历史PEBand	12
图 19：银行业历史PBBand	12
表 1：韩国储蓄银行停业情况一览	3
表 2：住宅基金供应贷款具体介绍	6
表 3：国民住宅消费贷款分类	6
表 4：中国上市银行房地产相关贷款占比并不高	11
表 5：银行业估值表	13

韩版“次贷”危机？言过其实

此次釜山储蓄银行等经营出现问题的直接原因是韩国房地产市场持续疲软导致按揭（包括押租型贷款）不良贷款上升，最终出现资不抵债、资本充足率降为负的情况。而监管部门勒令停业 6 个月后触发了储户担忧和挤兑。虽然危机性质和次贷类似，但就其本身规模和受众范围来看，其影响有限。

表 1：韩国储蓄银行停业情况一览

时间	停业的银行	相关信息
2011 年 1 月 14 日	Samhwa 互惠储蓄银行	截至 2010 年 7 月底，三和的债务超过了 50.4 亿韩元（4520 万美元）的资产。截至 2010 年 6 月底，其资本充足比率为-1.42%。超过了规定的 1%的水平。暂停运作 6 个月。
2011 年 2 月 17 日	釜山储蓄银行	釜山储蓄银行是韩国资产规模最大的储蓄银行，拥有 3.74 万亿韩元（34 亿美元）资产。停业 6 个月
2011 年 2 月 17 日	大田联合储蓄银行	釜山储蓄银行分行。截至 2010 年底，大田联合储蓄银行的负资产和债务已超出银行自有资产 323 亿韩元（约合 2900 万美元）。这家银行的资本充足率去年底为负 3.18%，远低于金融委员会设定的 1%下限。停业 6 个月。
2011 年 2 月 19 日	第二釜山储蓄银行	
2011 年 2 月 19 日	全州储蓄银行	釜山储蓄银行的下属分行。暂停运作 6 个月。
2011 年 2 月 19 日	中央釜山储蓄银行	
2011 年 2 月 19 日	Bohae 银行	暂停运作 6 个月。

资料来源：招商证券研发中心整理

最大有多大？5 年 6 倍的资产快速膨胀使釜山储蓄银行成为韩国最大的储蓄银行，但其总资产规模（2010 年 6 月 30 日）仅 34 亿美元，而韩国全部 105 家储蓄银行占全国金融机构总资产比例约 3%（可以类比中国的信用社）因此，此次韩国储蓄银行挤兑只是韩国银行体系的**局部风波**。虽然储蓄银行经营同质性或导致危机蔓延，但不至于影响到整个国家金融体系的安全。

据目前釜山储蓄银行、大田联合银行等的资本情况和提出整改方案来看，这几家银行度过危机的可能性不大，最后破产或被出售或是最终结局。即使韩国金融监管局（FSC）继续勒令其他一些类似问题的储蓄银行停业整顿，对于韩国整个银行体系而言，其正常运作受影响不大。

虽然只是一场局部风波，但此次危机也再次表明了房地产业始终是在银行经营与投资考察中不得不提及的议题，其背后更值得深入思考的是一国地产金融模式与其银行业经营之间的关联关系。

韩国住房金融体系：外生模式下的迅猛发展

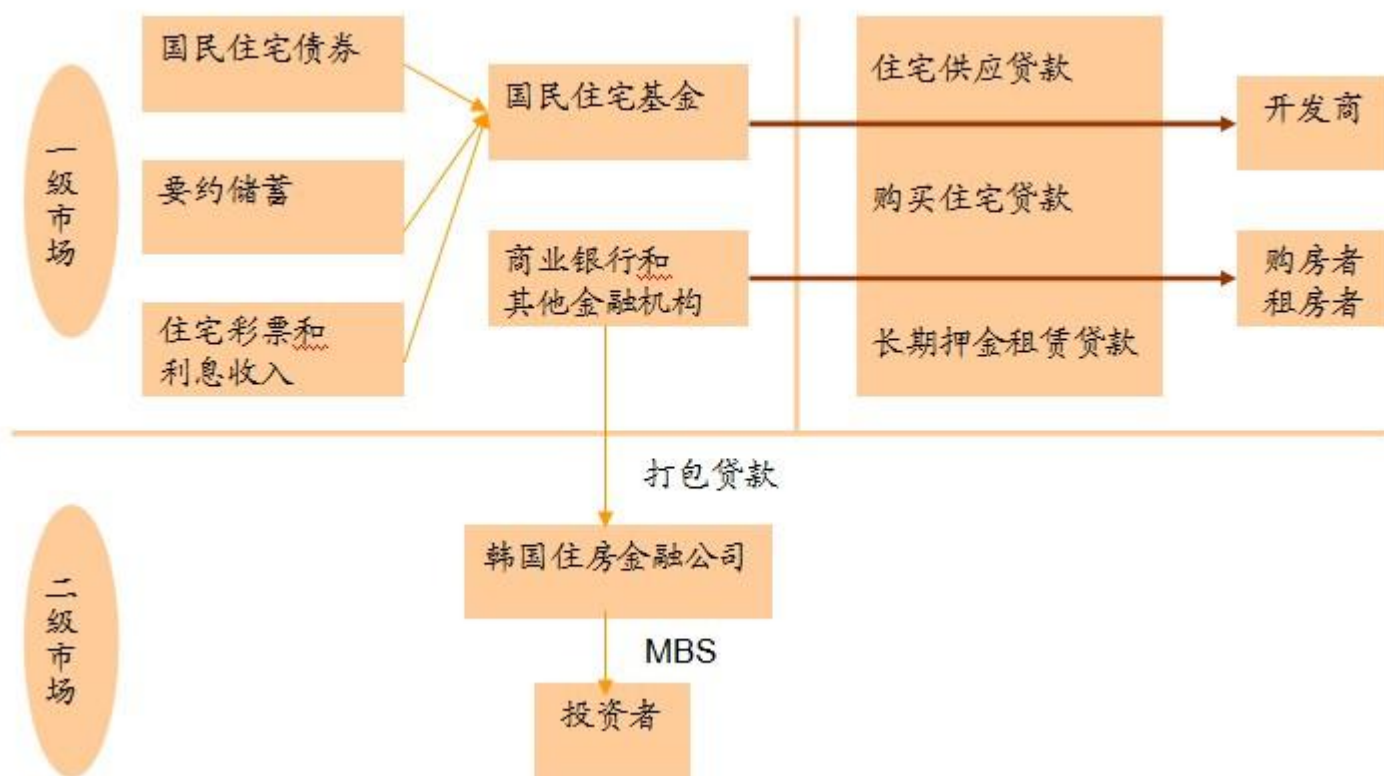
由于房地产投资和消费都需要大量长期的资金投入，企业自有资本和居民自有储蓄难以一次性满足资金需求。因而融资往往是现代社会中房地产经济活动开展的前提条件。住房本身具有经济和社会保障双重属性，使得政府在住房相关政策上遵循市场机制的同时也要兼顾公共财政的投入等优惠政策扶持。从韩国住房金融体系的布局与发展经验可以看出，一国住房金融制度设计往往对其地产类信贷扩张有决定性影响。

韩国住房金融市场：政策支持下投资和消费

其实此次韩国储蓄银行的经营问题主要是其个人房地产贷款（包括押租型贷款）投放过猛，而近期地产业持续低迷和韩国央行的紧缩加剧了风险暴露。

我们先通过一幅流程图展示韩国住房金融体系的运营模式，然后再深入解释这一模式的具体细节。

图 1：韩国住房金融系统运行模式全貌

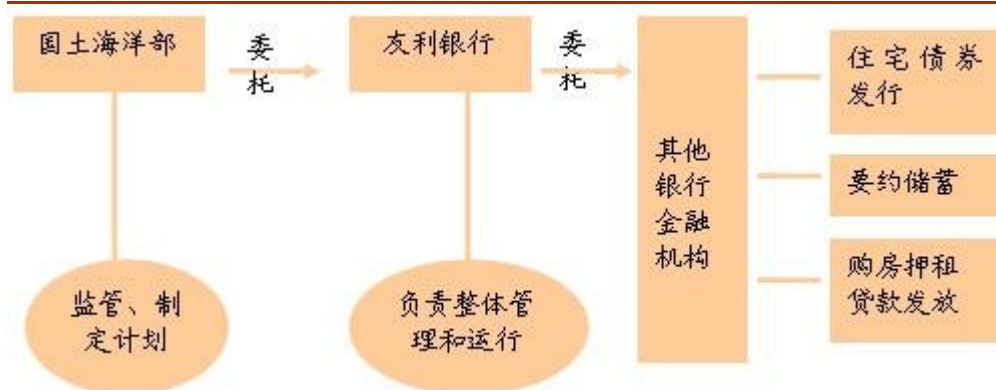


资料来源：招商证券研发中心整理

国民住宅基金制度：兼顾住宅投资和消费的政策支持

从一级市场看，可将韩国住房金融分为政策性住房金融和市场性住房金融两部分。其中，国民住宅基金制度是政策性住房金融的核心。1981 年韩国《住宅建设促进法》提出设立国民住宅基金，国民住宅基金是指为公共租赁住宅的建设、85 平方米以下普通商品房建设提供长期低息贷款，并为低收入家庭购买、租赁住宅和改善住宅环境提供低息贷款的国家政策性金融制度。基金的资金来源包括：国民住宅债券、要约储蓄、住宅彩票和利息收入。

图 2：国民住宅基金管理流程



资料来源：韩国国土海洋部 招商证券研发中心

国民住宅基金资金来源简述

国民住宅债券：国民住宅债券韩国为筹集国民住宅产业发展所需资金而发行的国家债券，利息很低。一般由居民在购买不动产、汽车、船舶等需要政府部门予以登记确认的物品时，按照物品价格的一定比例购买。或是地产商在与政府签订房地产开发建设合同时，按照合同确认标的一定比例购买。

国民住宅债券是国民住宅基金最主要的资金来源。其发行规模随着房地产交易量和价格的上涨而增加，随交易量和价格的低迷而缩减。因此，其一定程度上放大了房地产投资的循环过程。

要约储蓄：要约储蓄是指韩国公民事先预定申请购买住房，为将来购买住房而进行储蓄的制度。要约储蓄可分为预订储蓄、预订赋金和预订预付金三种。要约储蓄既为房地产建设提供了资金来源，又作为给准备购买住房的人授予购买资格的制度来实行。其中预订储蓄是要约储蓄的主体制度

图 3：三种要约储蓄具体形式

要 约 储 蓄 账 户	预订综合储蓄：主要针对无住房家庭，按月储蓄，没有地区差异，每月定期交纳2万到10万韩币。可申请85平方米以下的公共住房。
	预订赋金：超过20岁的成年人即可参加，每月定期交纳5万到50万韩币。可申请85平方米以下的民营住房。
	预订预付金：超过20岁的成年人即可参加，根据所在的地区和所要购买的住宅规模定期预付一定金额，最低为200万韩币，最高为1500万。

资料来源：韩国国土海洋部 招商证券研发中心

国民住宅基金资金投放简述:

国民住宅基金贷款对象可划分为对房地产开发建设方的供应贷款和对住宅购买及承租方的消费贷款两大类。

国民住宅基金的供应贷款可以划分为三类：针对出售型公共住房的贷款、针对国民租赁住宅的贷款和针对公共租赁住宅的贷款。

表 2：住宅基金供应贷款具体介绍

资金种类	最高融资 (万韩币)	年利息	融资期限	财政支持	国民住宅基金 贷款	承租者 负担	开发商 负担
出售住宅贷款							
使用面积 60 m ² 以下	5500	5%	3 年 (开发者)				
60 m ² -75 m ²	7500	6%	20 年 (购买者)				
国民租赁住宅贷款 (30 年期只租不售)							
使用面积 35 m ² 以下	2583	3%		40%	40%	10%	10%
35 m ² -45 m ²	3801	3%	30 年	20%	45%	25%	10%
45 m ² -60 m ²	5465	3%		10%	50%	30%	10%
公共租赁住宅贷款 (5 年-10 年出租后可出售)							
使用面积 60 m ² 以下	5500	3%	5 年-10 年				
60 m ² -85 m ²	7500	4%					

资料来源：韩国国土海洋部 招商证券研发中心

国民住宅基金消费贷款 (韩国特色的长期押金租赁贷款)。国民住宅基金消费贷款可以分为：针对购买住房的购买型贷款和针对承租住房的租赁型贷款。其中承租租赁型贷款是韩国特有的房屋租赁制度，即先向房东交纳相当于房屋购买价格 40% ~ 60% 的长期押金，租赁期间不需要再另行交纳房租，租赁期满，由房东原价返还已交纳的长期押金，此种制度又被称为长期押金租赁制度。国民住宅基金消费贷款所针对的租赁型贷款主要是指长期押金租赁贷款。

长期押金租赁贷款根据贷款对象不同，条件也有所不同。最低收入家庭与其他家庭相比最高融资额较高，且年利息和融资期限等都有较大幅度的优惠。

表 3：国民住宅消费贷款分类

资金种类	最高融资 (万韩币)	年利息	融资期限
购买住宅贷款 (含先租后买、承接开发商转贷款)	10000	5.2%	20 年
最低收入家庭长期押金租赁贷款	7000	2.0%	15 年
其他家庭长期押金租赁贷款	6000	4.5%	2 年 (可延长 2 次，每次 2 年)

资料来源：韩国国土海洋部 招商证券研发中心

住房金融系统：向外生模式转变促使房地产市场迅速繁荣

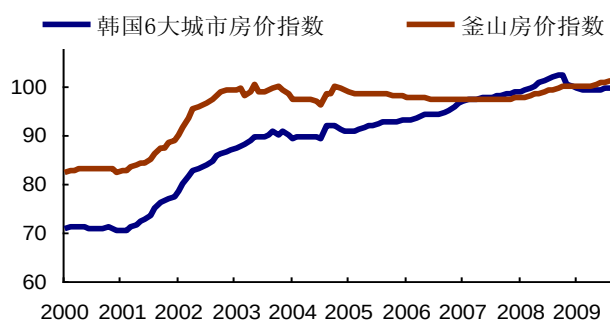
亚洲金融危机后，韩国政府为帮助经济走出困境，放宽了公寓转让限制。1999 年韩国通过《住房抵押贷款证券公司法》，成立韩国抵押贷款公司 (KOMOCO)，主要面向高端收入人群发放短期 (三年期以下) 住房抵押贷款，以促进住房金融二级市场发展。

2004 年韩国抵押贷款公司与 1988 年成立的韩国住房贷款担保基金合并成立韩国住房金融公司（KHFC），加大了长期住房按揭贷款的投放，其受众扩大至普通民众，从此住房金融市场迅猛发展。此外，住房金融公司从商业银行与金融机构承销购买住房抵押贷款，打包后发行住房抵押贷款支持证券（MBS）。房贷二级市场的扩展打通住房贷款与资本市场的联系，大大增加了长期住房信贷资金的供给与流动性。

根据韩国《住房金融公司法》，韩国住房金融公司最高可以发行达自身净资产 50 倍规模的 MBS。韩国住房金融公司的成立使韩国住房金融系统实现从内生（依靠自身银行体系获取资金）到外生模式的转变，此举增加了地产信贷资金来源和扩张能力，促进房地产交易繁荣的同时也易催生房地产泡沫。

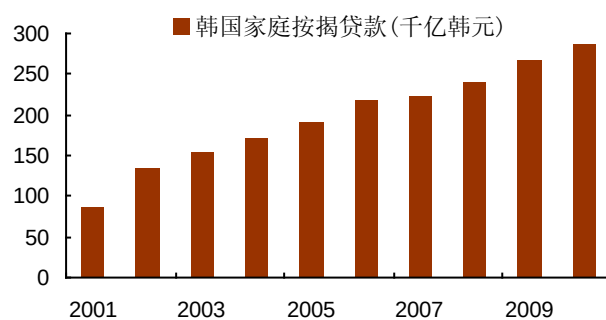
在制度给力和长期低利率水平的背景下，韩国房价经历快速上涨，主要城市房地产价格在 2003-2008 年期间上涨了近 3 倍，而相伴随的是房地产按揭等贷款的迅猛增长。截至 2010 年末，韩国银行体系向韩国家庭发放按揭贷款 285 千亿韩元。MBS 发行规模也达 1650 千亿韩元，占韩国银行业信贷总额 12.6%。

图 4：外生模式下韩国房地产价格上涨迅猛



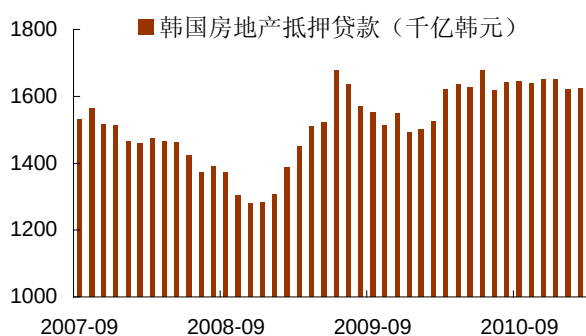
资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图 5：韩国按揭贷款总额快速增长



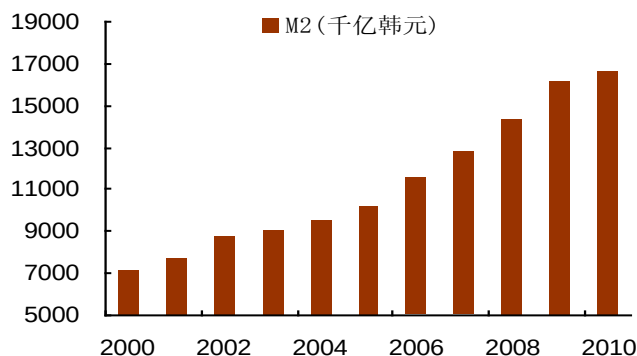
资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图 6：韩国 MBS 发行情况



资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图 7：韩国 M2 增长情况

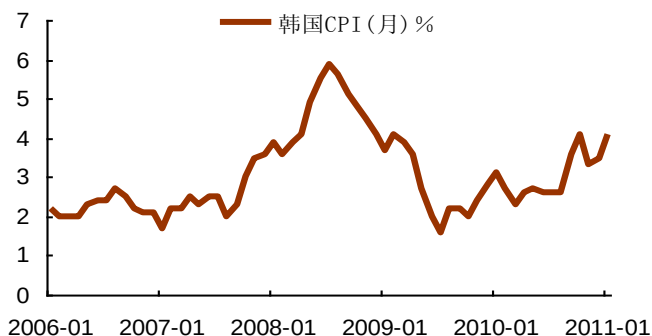


资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

在房地产带动银行信贷快速增长的背景下，韩国较小的银行机构（储蓄银行）在高成本劣势下被动快速扩张，大量介入房地产按揭使得公司贷款集中度过高，而经济周期的波动和冲击则使得其风险更易暴露。

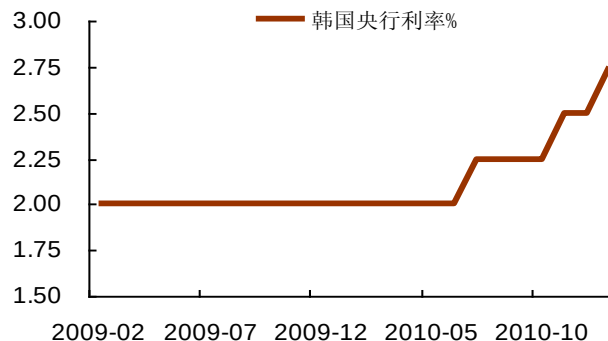
2008 年全球金融危机后，韩国房地产市场进入一个相对低迷期，房屋成交量萎缩、房价缓慢下跌。这一情况持续的后果是房地产相关贷款的不良率逐渐上升。而 10 年以来随着韩国经济状况好转，通胀压力不断加大，韩国央行于 10 年 7 月份结束了长达 16 个月的低息政策，短短 6 个月时间内加息 3 次，使得部分购房者按揭压力突然加大，而房价缓慢下跌则使得储蓄银行之前大肆扩张而发放的相对“次级”房贷违约率大幅上升，最终其资本侵蚀严重，被迫要求停业整顿。釜山储蓄银行的发展便是这类小银行被动扩张模式的一个鲜明写照。

图 8：韩国 CPI 走势



资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

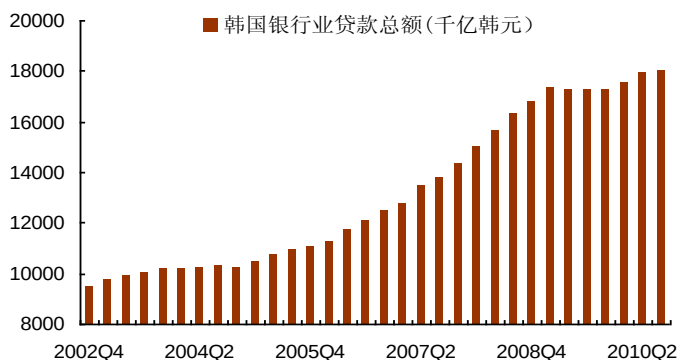
图 9：韩国官方利率变化情况



资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

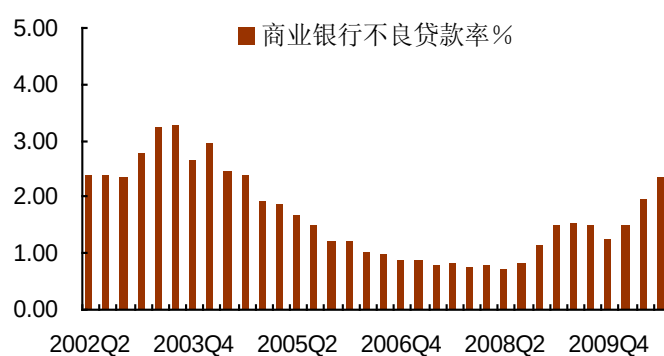
然而正如我们在第一部分所述，此次的储蓄银行危机只是一场局部风波，韩国银行业整体经营情况并未因为房地产价格下跌和成交量低迷出现不良贷款大量生成的现象，2008-2010 年，韩国银行业整体不良贷款率虽然有所上升，但都保持在 3% 水平以下，资产质量变化仍较为平稳。目前，韩国银行业正常运行机制并未发生较大变化，近年来房地产市场低迷对银行资产质量的影响有限。

图 10：韩国银行业贷款总额



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 11：韩国银行业不良贷款率



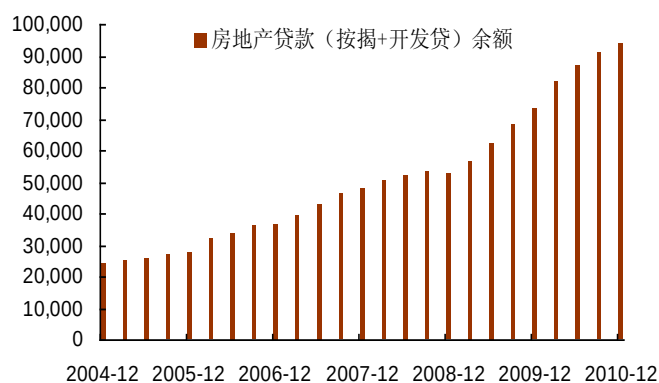
资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

中国住房金融体系：内生性与银行体系的风险缓冲

中国住房金融体系是典型的内生金融体系，即住房贷款的发放主要是通过银行体系，而银行体系的资金来源主要是居民储蓄存款。这一内生模式下，而按揭贷款也留存于银行体系而未被资产证券化，资金流的限制使得购房杠杆不会过度扩张，住房信贷的扩张相对温和。此外，中国特色的住房公积金制度则为银行体系房贷风险提供了制度上的缓冲。

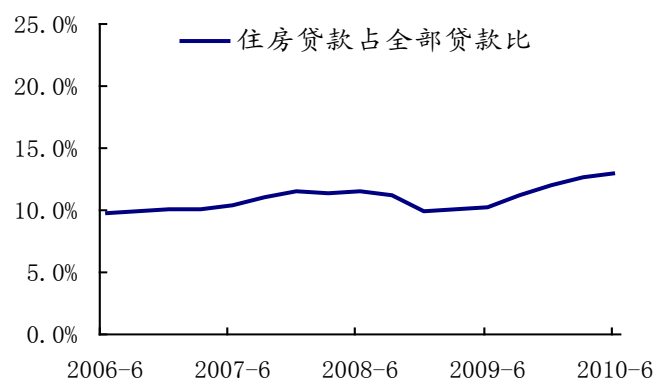
2005 年以来，随着房价上涨房地产开发和房地产按揭贷款增长迅速，其占银行体系总贷款比重也不断提升。2010 年末，房地产相关贷款余额 9.35 万亿，是 04 年末余额的 3.9 倍，占全部贷款比重达 19.5%。但这一数字与其他国家相比仍处于较低水平。

图 12：房地产按揭贷款增长迅速



资料来源：CEIC 招商证券研发中心

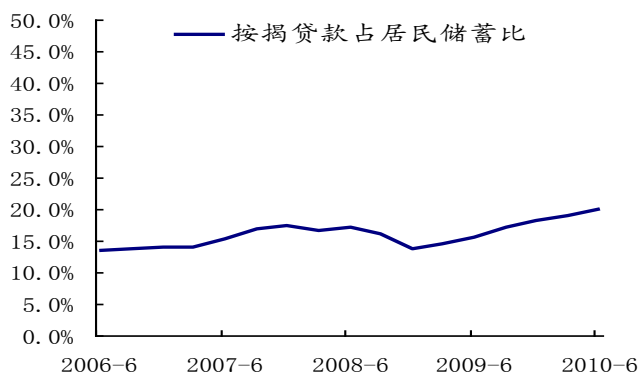
图 13：中国房地产按揭贷款占银行业贷款总额比例



资料来源：CEIC 招商证券研发中心

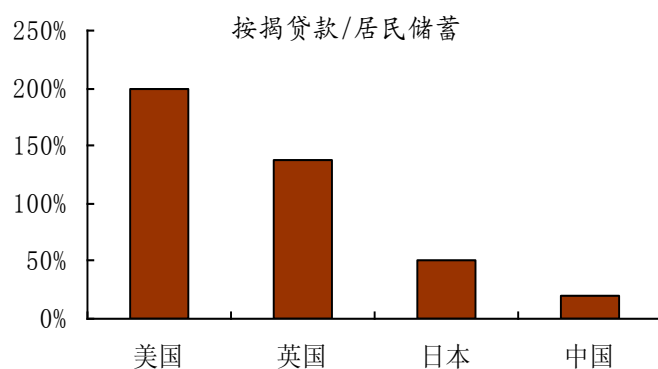
中国居民高储蓄决定了居民部门资产负债表非常稳健。居民部门负债率一直保持在较低水平，而住房按揭占居民储蓄也未超过 30%，这表明居民部门住房按揭贷款背后有较为坚实的偿还能力支撑。只要居民家庭负债率处于一个合理的水平，就不会影响按揭贷款的正常偿还。

图 14：中国住房按揭占居民储蓄比重



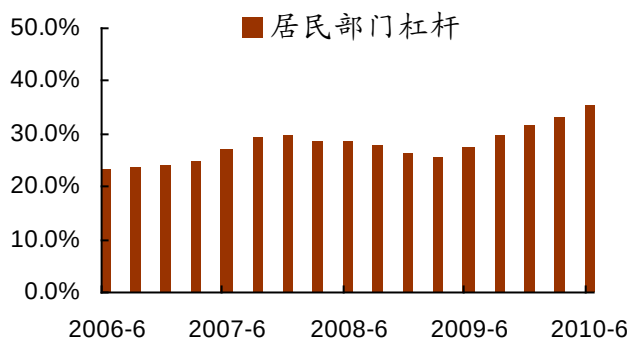
资料来源：CEIC 招商证券研发中心

图 15：住房按揭占居民储蓄比重较发达国家处于低位



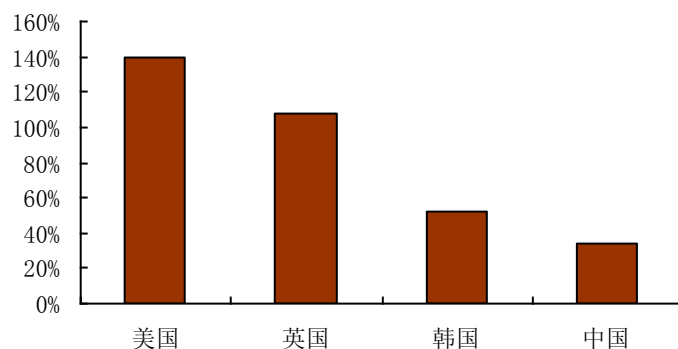
资料来源：CEIC 招商证券研发中心

图 16: 中国居民部门杠杆率（居民贷款/居民储蓄）



资料来源: CEIC 招商证券研发中心

图 17: 居民部门杠杆率的国际比较



资料来源: CEIC 招商证券研发中心

相对韩国国民住宅基金兼顾生产和消费而言,目前中国的住房金融体系仍以住房消费金融为核心,而其中最主要是中国特色的住房公积金制度。即国家机关、国有、集体、私营企业及其他事业单位、社会团体及其在职职工缴存的长期住房储金。缴存住房公积金的职工,在购买、建造、翻建、大修自住住房时,可向住房公积金管理中心申请住房公积金贷款。

住房公积金资金来源相对较为单一,主要由职工个人缴存额和职工所在单位为职工缴存额两部分构成,职工住房公积金的月缴存额为职工本人上一年度月平均工资乘以职工住房公积金缴存比例,单位依据个人缴存数额等额进行缴存。公积金的提取及贷款仅限于参与缴存的职工。因此,住房公积金运行体系较为封闭,资金来源比较单一且资金流向仅限于资金来源者。

相对于住房公积金为主体的住房消费金融,我们认为,目前房地产投机的大部分参与者是拥有较大财富的高收入群体,这些参与者的投机方式很多是现金交易,其可能的交易风险不存在银行体系内。即使通过商业信贷参与房地产投机,其较高收入和财富对贷款的偿还有较好的保障。

因此,公积金体制为中国房地产按揭贷款发放起了较好的制度缓冲。此外,正如韩国此次出现问题的机构是规模较小的储蓄银行。中国上市银行在整体银行业处于较高地位,相比规模较小的金融机构,其经营压力更小且对风险的控制也更为严格。因此,上市银行房贷类似“次贷”风险的可能性非常小。

表 4：中国上市银行房地产相关贷款占比并不高

20101H	贷款总额 (亿)	房地产开 发贷(亿)	开发贷占比	住房按揭 (亿)	按揭占比	房地产相关 贷款	地产相关贷 款占比
工商银行	63544	5034	7.92%	10378	16.33%	15412	24.25%
农业银行	46240	5364	11.60%	6417	13.88%	11780	25.48%
中国银行	53919	4251	7.88%	10166	18.85%	14417	26.74%
建设银行	53494	3786	7.08%	10022	18.74%	13808	25.81%
交通银行	20706	1567	7.57%	2712	13.10%	4280	20.67%
中信银行	11928	605	5.07%	1468	12.30%	2072	17.37%
民生银行	9548	1219	12.77%	1061	11.11%	2280	23.88%
招商银行	13308	1116	8.39%	3033	22.79%	4149	31.18%
浦发银行	10506	1014	9.65%	1642	15.63%	2656	25.28%
兴业银行	7925	795	10.04%	1737	21.91%	2532	31.95%
华夏银行	4890	399	8.16%	352	7.19%	751	15.35%
深发展 A	3736	243	6.50%	613	16.41%	856	22.91%
北京银行	3103	412	13.27%	313	10.09%	725	23.35%
宁波银行	936	79	8.43%	210	22.44%	289	30.87%
南京银行	763	74	9.71%	68	8.95%	142	18.66%
合计	304546	25957	8.52%	50191	16.48%	76149	25.00%

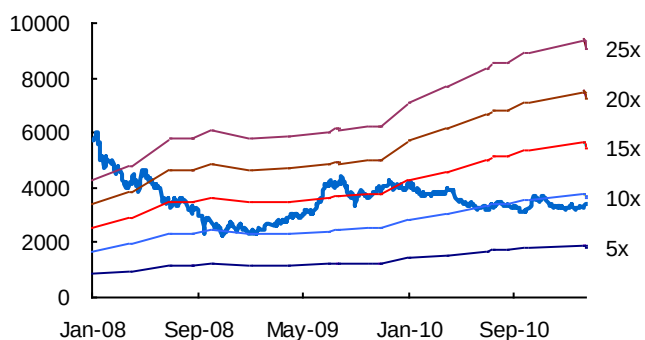
资料来源：公司报告、招商证券研发中心

更加坚定信心：四平八稳下的大象之舞

正如我们在年度策略报告《带刺的玫瑰——不良贷款压力下的银行投资》中提及，量稳价升、不良可控是 2011 年银行业经营的关键字，银行股一季度将迎来阶段性上涨行情。在内生性的住房金融体系下，中国银行业的房地产相关贷款风险远没有之前市场预期的悲观，可以预见在未来的几年内，银行业绩仍可以保持稳定的增长。

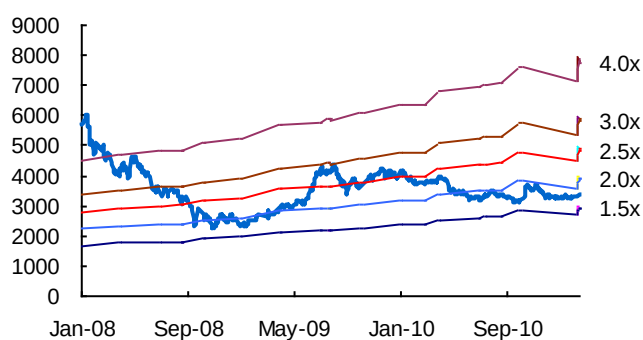
而通过深入考察比较韩国与中国的住房金融体系，更加坚定我们对银行业房贷不良风险可控的判断。在四平八稳经营背景下，息差的快速上升（详见《银行业 2 月观察报告》）将使银行一季度业绩跳出绚丽的大象之舞，我们继续强烈推荐业绩增速较快的招行、民生、北京以及之前因为房贷占比较高而被错杀的兴业银行。

图 18：银行业历史PEBand



资料来源：招商证券研发中心

图 19：银行业历史PBBand



参考报告：

- 1、《带刺的玫瑰：不良贷款压力下的银行投资——2011 年银行业策略报告》2010/11/26
- 2、《息差超预期！估值创新低？——11 年 2 月银行业观察报告》2011/2/16

表 5: 银行业估值表

证券代码	证券简称	评级	总股本	EPS (元)				BVPS (元)			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	强烈推荐-A	3490	0.39	0.45	0.54	0.65	2.02	2.29	2.57	2.97
601288.SH	农业银行	审慎推荐-A	3248	0.25	0.28	0.35	0.43	1.32	1.66	1.88	2.11
601988.SH	中国银行	审慎推荐-A	2791	0.32	0.37	0.44	0.50	2.15	2.33	2.55	2.81
601939.SH	建设银行	审慎推荐-A	2500	0.63	0.56	0.67	0.79	2.39	2.80	3.11	3.50
601328.SH	交通银行	审慎推荐-A	563	0.61	0.66	0.80	0.96	3.36	3.97	4.42	4.98
601998.SH	中信银行	审慎推荐-A	390	0.37	0.56	0.68	0.80	2.74	3.24	3.70	4.27
600016.SH	民生银行	强烈推荐-A	267	0.63	0.63	0.77	0.95	3.99	3.98	4.33	5.01
600036.SH	招商银行	强烈推荐-A	216	0.95	1.22	1.52	1.86	4.85	5.82	6.71	7.89
601818.SH	光大银行	审慎推荐-A	404	0.23	0.31	0.38	0.47	1.44	1.93	2.13	2.42
600000.SH	浦发银行	审慎推荐-A	143	1.62	1.32	1.71	2.06	7.71	8.84	9.95	11.37
601166.SH	兴业银行	审慎推荐-A	60	2.66	3.09	3.65	4.40	11.92	15.60	18.01	21.07
600015.SH	华夏银行	强烈推荐-A	50	0.75	1.20	1.66	2.12	6.06	8.24	8.90	10.04
000001.SZ	深发展 A	强烈推荐-A	35	1.62	1.80	2.36	2.82	6.59	9.62	11.62	13.71
601169.SH	北京银行	审慎推荐-A	62	0.90	1.26	1.50	1.73	6.03	6.96	7.81	8.96
002142.SZ	宁波银行	审慎推荐-A	29	0.58	0.79	0.93	1.20	3.90	4.03	4.58	5.31
601009.SH	南京银行	审慎推荐-A	30	0.84	0.78	0.99	1.18	6.62	5.51	6.13	6.67
证券代码	证券简称	评级	股价	P/E (X)				P/B (X)			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	审慎推荐-A	4.40	11.43	9.79	8.10	6.81	2.18	1.92	1.72	1.48
601288.SH	农业银行	审慎推荐-A	2.70	10.80	9.54	7.62	6.34	2.05	1.63	1.44	1.28
601988.SH	中国银行	审慎推荐-A	3.33	10.46	9.02	7.63	6.65	1.55	1.43	1.30	1.19
601939.SH	建设银行	强烈推荐-A	4.99	7.92	8.97	7.42	6.29	2.09	1.78	1.61	1.43
601328.SH	交通银行	审慎推荐-A	5.75	9.37	8.65	7.14	5.98	1.71	1.45	1.30	1.15
601998.SH	中信银行	审慎推荐-A	5.66	15.43	10.02	8.26	7.10	2.06	1.75	1.53	1.32
600016.SH	民生银行	强烈推荐-A	5.42	8.60	8.67	7.04	5.72	1.36	1.36	1.25	1.08
600036.SH	招商银行	强烈推荐-A	14.23	14.92	11.66	9.35	7.66	2.93	2.44	2.12	1.80
601818.SH	光大银行	审慎推荐-A	4.01	17.54	12.94	10.54	8.46	2.79	2.08	1.88	1.66
600000.SH	浦发银行	强烈推荐-A	13.61	8.40	10.27	7.98	6.60	1.77	1.54	1.37	1.20
601166.SH	兴业银行	强烈推荐-A	27.73	10.44	8.98	7.59	6.31	2.33	1.78	1.54	1.32
600015.SH	华夏银行	强烈推荐-A	12.49	16.65	10.42	7.52	5.90	2.06	1.52	1.40	1.24
000001.SZ	深发展 A	强烈推荐-A	16.74	10.33	9.28	7.09	5.94	2.54	1.74	1.44	1.22
601169.SH	北京银行	强烈推荐-A	12.21	13.50	9.69	8.14	7.04	2.02	1.76	1.56	1.36
002142.SZ	宁波银行	审慎推荐-A	13.56	23.24	17.17	14.64	11.33	3.48	3.37	2.96	2.55
601009.SH	南京银行	审慎推荐-A	11.28	13.43	14.48	11.41	9.55	1.70	2.05	1.84	1.69
大型银行平均				10.15	9.33	7.69	6.52	1.97	1.69	1.52	1.34
股份制银行平均				12.41	10.10	8.06	6.63	2.17	1.74	1.54	1.33
城商行平均				16.72	13.78	11.40	9.30	2.40	2.39	2.12	1.87
上市银行平均				12.65	10.60	8.59	7.10	2.16	1.85	1.64	1.44

资料来源: 公司报告、招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，**CFA**：毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）

经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报（FINANCIAL TIMES）2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事。

肖立强，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，两年银行业监管工作经验，2010 年加入招商证券，现从事银行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。