

银行 II

对银行的认知亦需要因时而变

——上市银行 2011Q1 业绩总结及思考

 评级: **增持**

 前次: **增持**

分析师

分析师

程娇翼

谢刚

S0740210080001

S0740210090003

021-20315179

金融小组

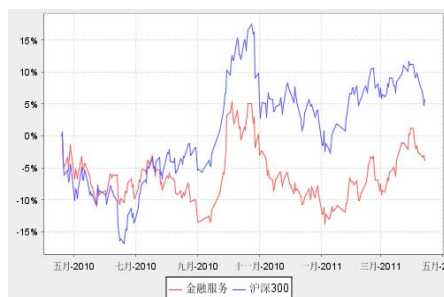
chengjy@qlzq.com.cn

2011 年 5 月 2 日

基本状况

上市公司数	0
行业总市值(百万元)	5690176.60
行业流通市值(百万元)	3219713.14

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
招商银行	股价(元)	12.81	14.46	14.46
	摊薄每股收益(元)	1.19	1.53	1.74
	总股本(亿股)	216	216	216
	总市值(亿元)	2764	3120	3120
民生银行	股价(元)	5.02	6.15	6.15
	摊薄每股收益(元)	0.66	0.79	0.93
	总股本(亿股)	267	284	284
	总市值(亿元)	1341	1744	1744
华夏银行	股价(元)	10.90	12.52	12.52
	摊薄每股收益(元)	1.20	1.18	1.50
	总股本(亿股)	50	69	69
	总市值(亿元)	544	858	858

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

- 后期投资观点: (1) 维持“息差不是目前主导银行股二级市场趋势的关键指标”的判断, 认为本轮银行股启动的根本逻辑是“银行全年业绩的确定性以及板块间景气和估值的对比效应大大增强了银行低估值的吸引力”; (2) 我们认为“Q1 季报被迅速刺破的部分行业和公司存在的业绩泡沫使得其失去了高估值的基础”和“银行业 2011 年全年业绩增长态势良好, Q2 业绩仍有高达 30% 的增长, 估值仍处于底部区域”的激烈碰撞仍会在 5-6 月份存在, 再加上我们认为本轮经济减速中“银行坏账预期上升的风险”出现的概率较低, 故继续看好银行的估值修复。(3) 当前上市银行二级市场的估值水平为 1.5XPB 和 9.1XPE, 而大中型银行的平均估值水平为 1.4XPB 和 8.3XPE (对应 2011 年业绩)。投资组合仍推荐“招行、民生、华夏、农行、浦发、宁波”, 但相比前次农行的推荐次序提前, 华夏的推荐次序调后。
- 2011Q1 全部上市银行实现可比增长 33%, 高于我们此前预期的 29% 的增长。我们预计上半年累计净利润不会有明显下降, 初步估计 16 家上市银行整体业绩同比增速仍有接近 30%。我们在季报期间小幅上调了部分银行全年的业绩预测值, 主要上调了中间业务收入预测值, 调整后 16 家上市银行合计净利润同比增速为 22%。
- 我们推测大部分投资者认为上市银行 Q1 业绩的缺憾在于: 净息差低于市场普遍预期。可是在息差低于预期, 拨备和费用支出都在正常水平的背景下, Q1 的业绩仍是高于我们预期的, 这本身不是就该引起我们深刻思考么? 这不是更说明了息差不是银行业绩的全部!
- 2011Q1 银行的 NIM 和我们预期的偏离值较小, 但和市场此前普遍较高的预期偏差较大, 我们将原因总结为技术原因和结构原因 (详见正文), 而结构因素我们在《息差不是问题, 需求才是关键》中已经提出, 但遗憾的是市场对此并未充分预期。故我们对 2011 年全年 NIM 的升幅预期不变, 仍为 9-10 个 BP。
- 我们认为市场之所以关注银行的净息差大过业绩本身, 主要是找不到一个更直观且可以反映银行盈利周

期的指标；但实际上由于净息差只是一个计算值，本身受生息资产的规模及结构的干扰较大，尤其是在2010-2011年的经营环境中；这使得当前净息差并不能准确反映银行的盈利周期，这也正是2011Q1银行的业绩略超我们预期，但息差却低于市场普遍预期的原因。同业利差虽然很低，但在信贷规模控制的前提下，能够通过该渠道赚取正收益实际是对股东有益的，总比不作为（息差虽然高了，但收入实际是减少的）强的多吧！

➤如果非要找一个可以反映银行利息业务盈利状况的指标，我们认为存贷利差/息差可能是更适合的指标；即使是净息差回落幅度最大的兴业银行，其存贷利差仍有15个BP的环比回升，从这一角度看，Q1的业绩是符合预期并令人满意的。

■ 我们看到央行2011年提出“社会融资总量”的调控目标，截至2011Q1末贷款占社会融资总量比重下降至53%，企业债占比上升至近11%，这说明了贷款在社会融资中的重要性正在下降，而在商业银行正致力于转型的过程中，资本市场对银行的认知是否也应该随之而变？贷款结构的调整及手续费收入的增长潜力是否应该被肯定和被重视才对？

➤我们认为贷款增量下降及结构调整长期看是有利于商业银行可持续发展的，应给予正面理解。因为：（1）高风险权重的贷款占比下降，有利于降低资本消耗速度；（2）贷款结构向中小企业和个人信贷倾斜，提高组合收益的同时有利于减少“利率市场化”和“金融脱媒”的冲击。

➤2011Q1首次出现了全部上市银行都实现了手续费收入同比和环比的双高增长的情形，而且绝大多数银行手续费收入的同比和环比增速均显著超过了利息收入。手续费收入的高增长趋势是符合我们预期的，但增幅却是明显好于我们预期的。手续费收入的战略性地位的提升符合我们预期，故我们在此重申我们在年度策略《穷则变，变则通，通则久》中首次提出的分部估值法的合理性。

➤在手续费收入高增长的驱动力中尤其值得一提的是，受益于直接融资规模的扩大，商业银行投行业务在2011年增长势头迅猛，说明“金融脱媒”对利息业务形成挑战的同时也给非息收入带来较大的发展机遇。如交通银行Q1的投行业务收入就达到了2010年全年收入的一半；而兴业银行今年Q1的债务融资发行量高达300亿，和去年一年的量相当。

内容目录

Q1 净利润同比增长 33%，超预期主要由大行贡献	4
整体业绩超预期主要是大行贡献，但中型股份制银行的业绩增长更优	4
同比业绩高增长主要由利息收入增长态势良好所驱动	5
环比比较，手续费收入对业绩增长的贡献度高于利息收入	5
2011Q1 上市银行资产负债特点分析	7
贷款增量减少，部分银行存款增长欠佳	7
债券投资规模仍未增加，同业运作力度依旧较大	8
息差：该失望还是该有新的认识？	9
手续费收入：首次出现同比和环比增速均显著超过了利息收入	12
资产质量趋势良好，拨备支出力度有增无减	14
后期投资观点	16

图表目录

图表 1: 2011Q1 上市银行实际净利润和我们预测净利润的比较.....	4 -
图表 2: 2011H 上市银行净利润预测值（初步估计值）.....	5 -
图表 3: 2011Q1 同比业绩增长及驱动力.....	6 -
图表 4: 2011Q1 环比业绩增长情况.....	6 -
图表 5: 2011Q1 上市银行生息资产同比增长.....	6 -
图表 6: 2011Q1 上市银行生息资产环比增长.....	6 -
图表 7: 2010 年全年费用分布.....	6 -
图表 8: 2010 年全年资产减值损失分布.....	6 -
图表 9: 2011Q1 各家银行利润表项增长.....	6 -
图表 10: 2011Q1 各家银行利润增长的驱动因子分解.....	7 -
图表 11: 2011Q1 贷款增量明显减少.....	8 -
图表 12: 2011Q1 末贷存比.....	8 -
图表 13: 2011Q1 多家银行零售贷款占比仍有上升.....	9 -
图表 14: 2010 年末上市银行存款结构.....	9 -
图表 15: 上市银行 2010Q1 生息资产及负债增长情况.....	9 -
图表 16: 2011Q1 上市银行低收益资产占比上升.....	9 -
图表 17: 2011Q1 上市银行高收益资产占比下降.....	9 -
图表 18: 2011Q1 单季净息差（期初期末口径）.....	11 -
图表 19: 2011Q1 累计净息差（期初期末口径）.....	11 -
图表 20: 2011Q1 兴业银行存贷利差明显扩大.....	11 -
图表 21: Q1 生息资产余额环比增幅明显高于 Q4.....	11 -
图表 22: 2011Q1 上市银行活期存款占比下降.....	12 -
图表 23: 2011 年银行 NIM 的积极因素与消极因素.....	12 -
图表 24: 2011Q1 手续费收入同比和环比双增长.....	13 -
图表 25: 手续费净收入占营业收入比重明显提升.....	13 -
图表 26: 2011Q1 上市银行不良贷款比率.....	14 -
图表 27: 2011Q1 上市银行关注类贷款占比.....	14 -
图表 28: 上市银行 2011Q1 不良额继续下降.....	15 -
图表 29: 2011Q1 上市银行拨备覆盖率.....	15 -
图表 30: 2011Q1 上市银行拨贷比.....	15 -
图表 31: 2011Q1 上市银行信贷成本.....	15 -
图表 32: 2011Q1 拨备支出占全年预测值比例.....	15 -
图表 33: 上市银行盈利预测及估值表.....	17 -

Q1 净利润同比增长 33%，超预期主要由大行贡献

整体业绩超预期主要是大行贡献，但中型股份制银行的业绩增长更优

- 2011Q1 全部上市银行（16 家）实现归属母公司净利润 2275 亿元，实现可比增长 33%，高于我们此前预期的 29% 的增长（见图表 1）。
- 整体业绩超预期主要是大行贡献。我们考察了各家银行实际净利润和我们此前预测值的偏差，我们认为偏差在 5% 以内的属于基本符合预期，按此标准看业绩显著超预期的银行为建设银行和农业银行，是整体业绩超预期的主要贡献银行，而仅有华夏银行的业绩是低于预期的（华夏银行主要是拨备计提额超出预期，拨备前利润仍为符合预期），其余均属于符合预期。
- 8 家中型股份制银行的业绩增长最优，合计净利润实现同比增长 42%；5 家国有大型银行合计实现净利润同比增长 31%；城商行净利润同比增速为 25%，相比大中银行欠佳（主要是北京银行增长相对较少）。
- 我们预计上半年累计净利润不会有明显下降，初步估计 16 家上市银行整体业绩同比增速仍有接近 30%（见图表 2，费用和拨备水平的预测是参考 2010 年各季度之间的分布做出的，我们会在 6 月份之后根据掌握的数据做进一步修正）。
- 我们在季报期间上调了部分银行全年的业绩预测值（主要上调了中间业务收入预测值），调整后 16 家上市银行合计净利润同比增速为 22%。

图表 1：2011Q1 上市银行实际净利润和我们预测净利润的比较

股票代码	公司名称	2010Q1净利润 (百万元)	2011Q1预测净利润 (百万元)	2011Q1净利润预计 同比增长	2011Q1实际 净利润	2011Q1实际 同比增长	业绩预测偏 差
601398.SH	工商银行	41,547	52,776	27.03%	53,787	29.46%	1.92%
601939.SH	建设银行	35,164	43,752	24.42%	47,185	34.19%	7.85%
601988.SH	中国银行	26,175	32,638	24.69%	33,439	27.75%	2.45%
601288.SH	农业银行	24,979	32,024	28.21%	34,067	36.38%	6.38%
601328.SH	交通银行	10,451	13,730	31.37%	13,280	27.07%	-3.28%
600036.SH	招商银行	5,909	8,771	48.43%	8,810	49.09%	0.45%
601166.SH	兴业银行	4,079	5,405	32.51%	5,221	28.00%	-3.40%
600000.SH	浦发银行	4,106	6,123	49.11%	6,059	47.56%	-1.04%
000001.SZ	深发展A	1,578	2,379	50.75%	2,402	52.22%	0.97%
600015.SH	华夏银行	1,307	1,914	46.51%	1,708	30.70%	-10.79%
600016.SH	民生银行	4,269	6,003	40.63%	6,210	45.47%	3.44%
601998.SH	中信银行	4,312	6,329	46.78%	6,505	50.86%	2.78%
601169.SH	北京银行	2,092	2,533	21.10%	2,520	20.45%	-0.54%
002142.SZ	宁波银行	498	690	38.56%	675	35.52%	-2.19%
601009.SH	南京银行	587	799	36.06%	785	33.60%	-1.81%
整体合计（不含光大）		167,053	215,867	29.22%	222,652	33.28%	3.14%

备注：（1）宁波银行剔除了总行拆迁款；（2）我们之前未对光大银行的 Q1 业绩做预测，故此处比较不含光大银行

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：2011H 上市银行净利润预测值（初步估计值）

股票代码	公司名称	2010H 净利润 (百万元)	2011H 预测净利润 (百万元)	2011H 累计净利润同 比增速
601398.SH	工商银行	84,603	108,891	28.71%
601939.SH	建设银行	70,741	89,741	26.86%
601988.SH	中国银行	52,022	66,729	28.27%
601288.SH	农业银行	45,840	61,997	35.25%
601328.SH	交通银行	20,357	25,822	26.84%
600036.SH	招商银行	13,203	17,694	34.01%
601166.SH	兴业银行	8,764	10,486	19.66%
600000.SH	浦发银行	9,081	12,783	40.77%
000001.SZ	深发展 A	3,033	4,299	41.74%
600015.SH	华夏银行	3,008	3,772	25.42%
600016.SH	民生银行	8,866	12,650	42.68%
601998.SH	中信银行	10,685	14,173	32.65%
601818.SH	光大银行	6,834	8,705	27.36%
601169.SH	北京银行	3,902	5,109	30.93%
002142.SZ	宁波银行	1,106	1,462	32.21%
601009.SH	南京银行	1,197	1,583	32.24%
整体合计		343,241	445,896	29.91%

备注：宁波银行剔除了总行拆迁款

来源：齐鲁证券研究所

同比业绩高增长主要由利息收入增长态势良好所驱动

- 从同比业绩高增长的驱动力来看，利息净收入的贡献度高达 21.4 个百分点，其次是手续费收入贡献了 7.7 个百分点的增长；而且大型国有银行、中型股份制银行和城商行三类银行的主要正向驱动力基本是一致的，即利息收入和手续费收入共同驱动。
- 而在利息净收入的驱动因子中，生息资产规模平均余额的同比增长为 18%，其贡献度是远高于息差的。
- 总体看费用和拨备，尤其是后者，对同比业绩高增长的驱动并不明显。但中型股份制银行的增长中费用的贡献为 5.3 个百分点，高于其他两类银行；而由于北京银行去年同期拨备为回拨，而今年拨备水平回归正常，这一因素导致城商行的拨备支出较去年同期明显增长，对业绩增长的负向贡献达到 8.9 个百分点，而其他两类银行拨备对业绩的影响不明显。

环比比较，手续费收入对业绩增长的贡献度高于利息收入

- 由于每年第四季度均为银行的费用和拨备支出高峰季度（见图表 7-8），故每年 Q1 环比业绩增长中拨备和费用的贡献度均非常大，所以我们在环比的比较中主要侧重于营业收入的分析，而淡化拨备和费用的比较。
- 2011Q1 上市银行合计利息净收入较 2010Q4 增长 3.5%，由于生息资产平均余额环比增长 4.5%，可见环比和同比一样，规模的扩大对利息收入的贡献度更为明显，而多数银行的 NIM 环比呈现下降（详见后面关于 NIM 的专门分析）。
- 但手续费净收入环比呈现高增长，对业绩增长的贡献度明显。整体看单季手续费净收入的环比增加值远高于利息净收入，主要是国有大行的非息收入增长态势远好于利息收入所致。而中型股份制银行和城商行的手续费收入和利息收入的贡献度相当。

图表 3：2011Q1 同比业绩增长及驱动力

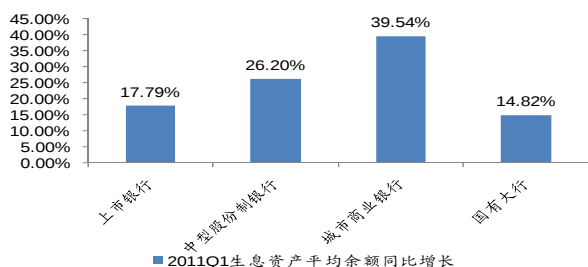
累计同比增速	上市银行	中型股份制银行	城市商业银行	国有大行
2011Q1利息净收入同比增速	27.46%	33.85%	31.52%	25.61%
2011Q1手续费及佣金净收入同比增速	41.36%	57.76%	66.05%	38.81%
2011Q1营业收入同比增速	30.60%	36.59%	31.50%	29.11%
2011Q1拨备前利润同比增速	33.68%	41.88%	34.35%	31.87%
2011Q1税前利润同比增速	33.98%	42.86%	25.45%	32.28%
2011Q1净利润同比增速	33.15%	42.14%	25.24%	31.42%
累计同比增长贡献因子	上市银行	中型股份制银行	城市商业银行	国有大行
利息收入贡献	21.35%	28.75%	27.86%	19.40%
手续费收入贡献	7.66%	6.93%	5.03%	7.89%
其他非息收入贡献	1.60%	0.91%	-1.39%	1.82%
费用贡献	3.08%	5.29%	2.85%	2.76%
拨备贡献	0.30%	0.98%	-8.90%	0.41%

来源：齐鲁证券研究所

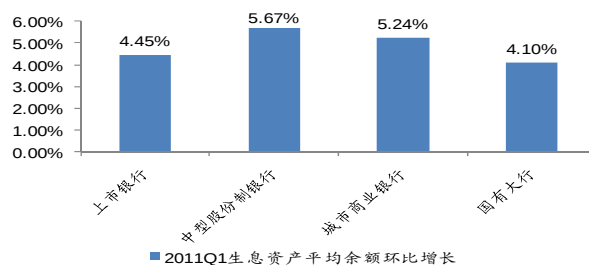
图表 4：2011Q1 环比业绩增长情况

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
2011Q1利息净收入环比增速	3.51%	5.53%	4.32%	2.91%
2011Q1手续费及佣金净收入环比增速	39.27%	36.55%	71.41%	39.51%
2011Q1营业收入环比增速	10.57%	11.07%	10.31%	10.44%
2011Q1拨备前利润环比增速	33.82%	25.73%	49.26%	35.60%
2011Q1税前利润环比增速	49.93%	43.73%	121.05%	50.40%
2011Q1净利润环比增速	49.13%	43.65%	123.02%	49.36%
单季环比增长贡献因子	上市银行	中型股份制银行	城市商业银行	国有大行
利息收入贡献	2.84%	4.84%	4.04%	2.30%
手续费收入贡献	6.25%	4.12%	4.42%	6.83%
其他非息收入贡献	1.48%	2.11%	1.85%	1.31%
费用贡献	23.25%	14.66%	38.95%	25.15%
拨备贡献	16.11%	18.00%	71.80%	14.80%

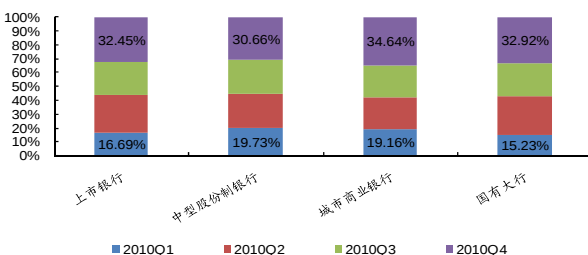
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：2011Q1 上市银行生息资产同比增长


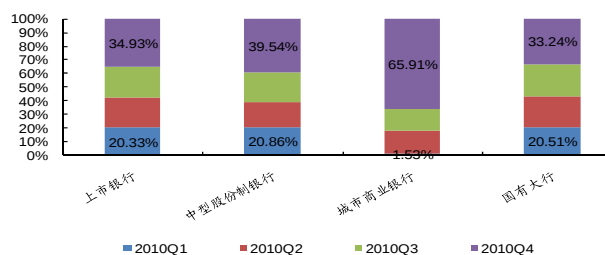
来源：齐鲁证券研究所

图表 6：2011Q1 上市银行生息资产环比增长


来源：齐鲁证券研究所

图表 7：2010 年全年费用分布


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：2010 年全年资产减值损失分布


来源：齐鲁证券研究所

图表 9：2011Q1 各家银行利润表项增长

2011Q1累计同比增长	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	农行	光大
营业收入增长	42.9%	21.1%	41.7%	42.4%	32.1%	38.6%	38.2%	30.7%	27.5%	38.2%	26.3%	30.3%	28.0%	23.7%	35.3%	31.1%
利息净收入增长	38.7%	16.0%	40.3%	41.4%	30.7%	32.8%	34.4%	28.5%	29.0%	43.9%	24.7%	24.8%	25.3%	20.3%	31.7%	36.9%
手续费及佣金净收入增长	62.3%	64.0%	72.8%	51.7%	84.4%	43.3%	57.2%	90.9%	21.4%	75.9%	42.9%	42.0%	37.3%	18.7%	63.5%	51.6%
营业支出（不含拨备）增长	35.0%	21.3%	43.3%	27.6%	21.7%	27.4%	23.0%	20.2%	17.8%	57.1%	25.9%	20.6%	23.5%	25.9%	27.3%	32.1%
拨备前营业利润增长	48.8%	20.8%	40.6%	56.4%	44.1%	47.6%	49.8%	35.1%	37.2%	29.9%	26.7%	35.5%	30.4%	22.1%	40.5%	30.8%
拨备前利润增长	48.5%	20.9%	40.5%	56.1%	44.2%	47.9%	49.6%	35.0%	36.6%	29.8%	26.5%	35.3%	30.2%	22.3%	40.6%	30.6%
利润总额增长	52.3%	28.4%	46.7%	53.7%	30.7%	46.4%	50.5%	20.4%	38.1%	33.3%	27.5%	29.4%	34.1%	29.4%	39.9%	26.9%
净利润增长（归属母公司股东）	49.1%	28.0%	47.6%	52.2%	30.7%	45.5%	50.9%	20.5%	35.5%	33.6%	27.1%	29.5%	34.2%	27.8%	36.4%	26.9%

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：2011Q1 各家银行利润增长的驱动因子分解

2011Q1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	农行	光大
营业收入贡献	42.9%	21.1%	41.7%	42.4%	32.1%	38.6%	38.2%	30.7%	27.5%	38.2%	26.3%	30.3%	28.0%	23.7%	35.3%	31.1%
利息净收入贡献	31.0%	14.1%	36.5%	36.6%	27.8%	26.7%	30.1%	25.9%	25.1%	36.6%	19.7%	19.4%	19.2%	13.4%	31.7%	36.9%
其中：生息资产规模增长贡献	16.8%	32.5%	36.2%	24.3%	24.4%	32.0%	19.9%	33.6%	55.2%	43.1%	17.6%	14.4%	11.9%	17.5%		
其中：息差变动贡献	14.2%	-18.4%	0.3%	12.3%	3.4%	-5.2%	10.2%	-7.7%	-30.2%	-6.5%	2.0%	5.0%	7.3%	-4.2%		
手续费净收入贡献	9.6%	6.6%	5.8%	4.0%	5.7%	7.2%	5.5%	5.7%	2.3%	6.0%	6.2%	8.8%	8.4%	4.3%	1.0%	17.5%
其他净收益贡献	2.3%	0.5%	-0.6%	1.8%	-1.4%	4.6%	2.5%	-0.9%	0.1%	-4.4%	0.5%	2.1%	0.4%	6.0%	2.7%	-23.2%
营业支出贡献（成本收入比）	5.9%	-0.3%	-1.1%	14.0%	12.0%	9.0%	11.6%	4.3%	9.7%	-8.3%	0.3%	5.2%	2.4%	-1.6%	5.2%	-0.3%
拨备贡献利润	3.8%	7.5%	6.2%	-2.4%	-13.5%	-1.5%	1.0%	-14.6%	1.5%	3.5%	1.0%	-5.9%	3.9%	7.1%	-0.7%	-3.7%
营业外收支贡献	-0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%	0.1%	0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.6%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	0.2%	0.0%	-0.2%
实际税率变化贡献	-3.2%	-0.4%	0.8%	-1.5%	0.0%	-0.9%	0.3%	0.0%	-2.6%	0.3%	-0.4%	0.1%	0.1%	-1.6%	-3.5%	0.0%
归属母公司股东净利润同比增长	49.1%	28.0%	47.6%	52.2%	30.7%	45.5%	50.9%	20.5%	35.5%	33.6%	27.1%	29.5%	34.2%	27.8%	36.4%	26.9%

来源：齐鲁证券研究所

2011Q1 上市银行资产负债特点分析

贷款增量减少，部分银行存款增长欠佳

- 2011 年央行回收信贷控制权，Q1 在信贷额度严格控制及“差别准备金动态调整方案”运用的双重背景下，上市银行 2011Q1 的信贷增量明显减少。上市银行合计的贷款较年初增长 **4.5%**，占到我们全年预测值的 **30%**，而 2010Q1 上市银行贷款增量占到全年增量的 **35%**。
- 我们根据“2011Q1 新增贷款额/2010 年全年信贷增量”这一比例来比较上市银行的贷款增长后认为浦发银行、中信银行、民生银行和华夏银行的 Q1 贷款增速显著偏慢，我们认为主要原因是“差别准备金率动态调整方案”的影响和“日均贷存比”监管引发的负债压力所致。首先，因为方案是根据 2010 年末的资本状况决定 2011Q1 的贷款同比增速，所以：（1）对浦发银行来说，2010 年贷款增量较多，限制了 Q1 的增长，因为其 Q1 的贷款同比增速已经达到 20%（我们按 2010 年末的资本测算的其潜在的贷款增速为 19%左右）；（2）民生银行和华夏银行的再融资在 Q1 尚未完成，故资本偏低限制了其 Q1 的贷款增长。其次，由于 Q1 开始银监会已经要求商业银行报送“日均贷存比”数据，所以中型股份制银行普遍存在的吸存压力对贷款的增长也有一定程度的抑制。
- 在资本决定信贷增速的监管模式下，城商行的信贷增速得到明显恢复。不同于去年信贷控制的一刀切模式，在今年以资本水平动态决定信贷增长的模式下，城商行的高资本充足率使得其贷款增速明显高于大中型银行，而且 2011Q1 的贷款新增量均高于 2010Q1 的增量。所以我们认为尽管今年监管层对城商行的新设异地分行的审批速度将会放缓，但上市城商行所具有的资本优势使得其规模增长的潜力仍在，哪怕是不新设分支机构，已开立分行（包括新设支行）的信贷需求仍然旺盛，所以今年的环境实际上是更有利于资本充裕的上市城商行的（如果延续去年的一刀切监管模式，新开分行的贷款增量有限，而费用的压力不减，实际上更不利于城商行的经营）。
- 我们从 2011Q1 披露贷款结构的银行中看到多家银行的个人贷款占比仍稳中有升，并未受到房地产调控而有下降。我们认为原因主要有两方面：

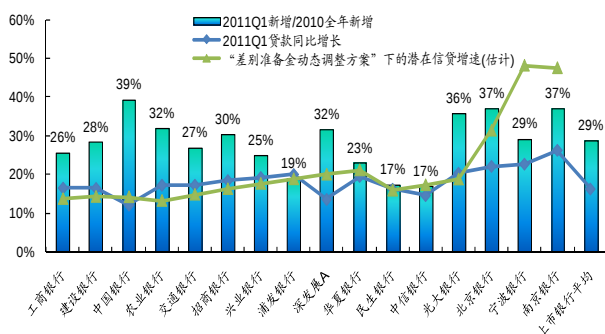
(1) 去年积压的按揭信贷需求在 Q1 释放; (2) 商业银行积极发展个人经营贷款及消费信贷以提高贷款组合收益水平。

- 我们认为贷款增量下降及结构调整长期看是有利于商业银行可持续发展的, 应给予正面理解。因为: (1) 高风险权重的贷款占比下降, 有利于降低资本消耗速度; (2) 贷款结构向中小企业和个人信贷倾斜, 提高组合收益的同时有利于减少“利率市场化”和“金融脱媒”的冲击。
- 正如我们在 4 月月报中对银行存款竞争激烈原因的分析, 贷款新规中的资金“实贷实付”导致中型银行的存款压力相对更大一些, 所以我们看到 2011Q1 中型股份制银行中兴业、浦发、深发展、华夏以及城商行中的北京银行的存款增长态势不佳, 而这些银行的共同特点是存款结构以对公为主。
- 因为今年前两月全行业的存款增长不佳主要体现在对公业务上, 所以零售存款占比较多的五大行及招行的负债基础仍较好, 受影响相对较小。而正在向零售转型的民生银行其存款增长的态势亦属于“好于预期”。

债券投资规模仍未增加, 同业运作力度依旧较大

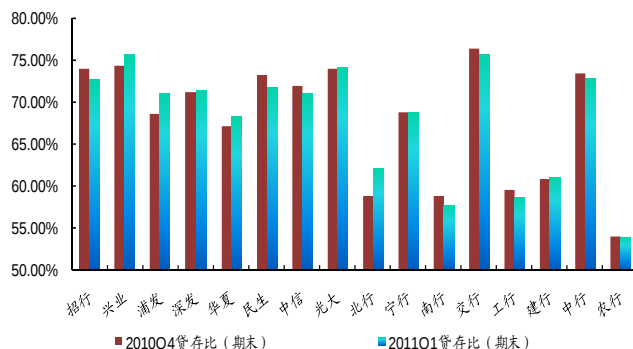
- 从银行配置资产的优先顺序看, 债券类资产应仅次于贷款, 且考虑国债的免税效益, 综合收益仍较高。但 2011Q1 我们却看到上市银行的债券类资产配置却没有增加, 主要原因就是当前仍处于加息周期, 债券价格波动较大, 商业银行的增持意愿并不强烈。
- 但存放央行类资产和同业运作资产 (含拆入和买入返售类资产) 明显增加, 前者增加的原因在于存款准备金率的连续上调; 而后者增加的原因主要是 2011Q1 银行间市场流动性紧张导致资金利率走高, 不少银行加大了同业资产运作, 尤其是买入返售类资产, 以赚取收入。
- 存放央行的资金利率最低, 同业类资产的利差也不到 100 个 BP, 所以央行及同业两类低收益资产占比的上升对 NIM 有明显的负面影响 (这也是上市银行 Q1NIM 低于预期的原因之一, 见后面分析)。

图表 11: 2011Q1 贷款增量明显减少



来源: 齐鲁证券研究所

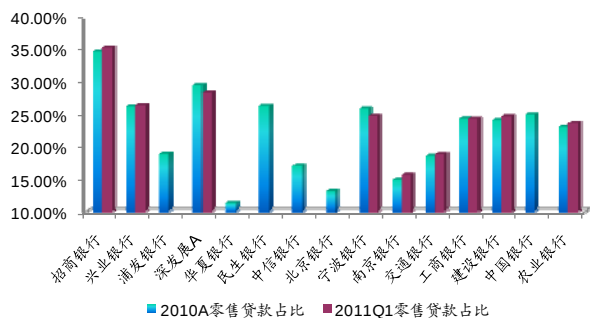
图表 12: 2011Q1 末贷存比



备注: 兴业银行数据未扣除金融债发放贷款

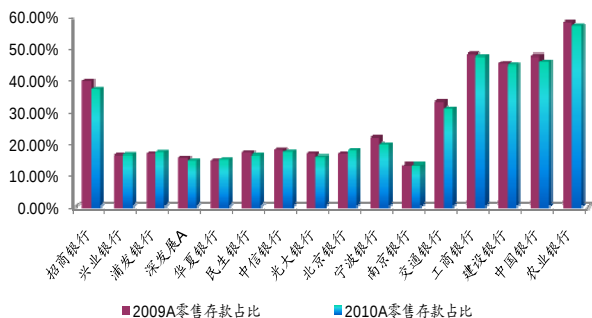
来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 2011Q1 多家银行零售贷款占比仍有上升



来源: 齐鲁证券研究所

图表 14: 2010 年末上市银行存款结构



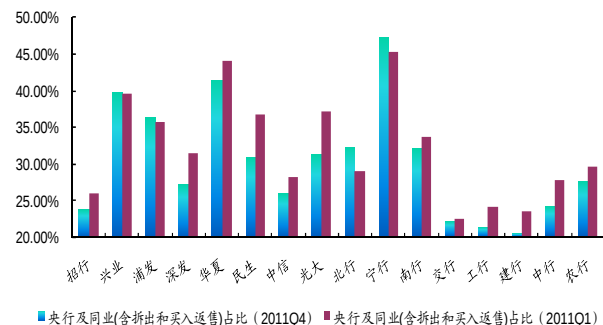
来源: 齐鲁证券研究所

图表 15: 上市银行 2010Q1 生息资产及负债增长情况

2011Q1规模较年初增长	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	光大	北行	宁行	南行	交行	工行	建行	中行	农行	上市银行平均
生息资产余额较年初增长	7.17%	3.45%	4.45%	7.92%	7.79%	11.58%	3.02%	14.46%	-0.01%	2.83%	8.59%	4.18%	6.80%	4.57%	7.63%	5.84%	6.30%
贷款和垫款净额较年初增长	5.17%	4.48%	5.68%	3.67%	4.07%	2.79%	2.57%	5.99%	6.88%	5.67%	7.49%	4.78%	4.01%	4.28%	5.26%	5.20%	4.85%
证券投资较年初增长	-0.17%	1.41%	4.12%	-5.05%	-5.01%	-1.82%	-11.57%	-1.30%	0.06%	11.06%	4.05%	0.19%	0.51%	-6.77%	-4.71%	0.00%	-1.00%
现金、存放央行及同业资产较年初增长	16.28%	-22.18%	21.18%	11.06%	13.82%	25.33%	-0.86%	2.57%	0.12%	17.38%	9.05%	0.50%	18.61%	7.48%	18.67%	8.66%	9.27%
拆出和买入返售资产较年初增长	18.76%	23.84%	-12.96%	34.98%	15.49%	52.79%	32.93%	77.83%	-26.11%	-11.07%	17.60%	22.91%	46.45%	123.38%	75.71%	32.19%	32.84%
客户存款较年初增长	7.11%	2.84%	2.07%	3.52%	2.25%	4.90%	4.01%	5.48%	1.08%	5.50%	9.42%	5.92%	5.55%	4.23%	6.09%	5.38%	4.66%
拆入和卖出回购较年初增长	0.41%	20.19%	112.37%	-23.87%	15.98%	103.97%	17.74%	137.85%	-14.65%	-2.99%	27.99%	-1.08%	20.85%	6.36%	10.60%	-17.21%	28.78%

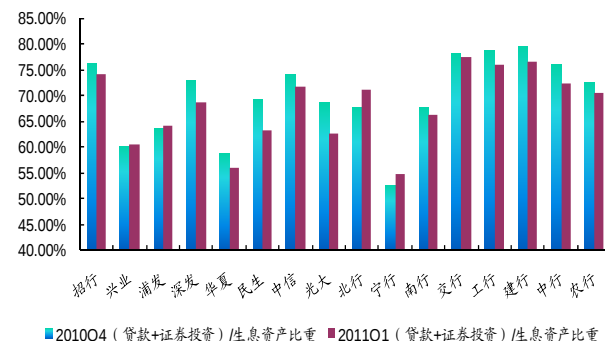
来源: 齐鲁证券研究所

图表 16: 2011Q1 上市银行低收益资产占比上升



来源: 齐鲁证券研究所

图表 17: 2011Q1 上市银行高收益资产占比下降



来源: 齐鲁证券研究所

息差: 该失望还是该有新的认识?

- 我们按照期初期末口径计算的上市银行 2011Q1 单季净息差平均水平为 2.52%, 低于 2010Q4 单季的 2.51% 约 1 个 BP, 较 2010Q1 提升 10 个 BP; 其中单季 NIM 环比有明显上升的银行有: 招商银行、深发展、中信银行、光大银行和南京银行 (见图表 18)。
- 2011Q1 的 NIM 水平较 2010 年全年水平上升了 5 个 BP, 上升较为明

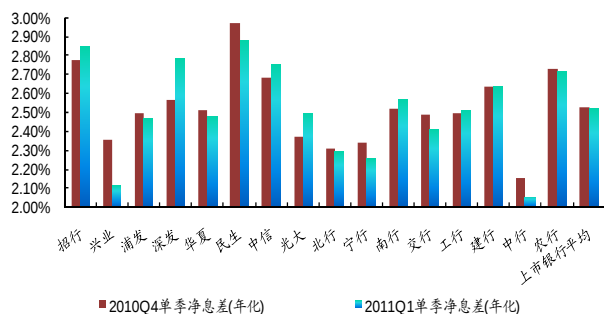
显的银行是：招商银行、深发展、中信银行、光大银行、建设银行和农业银行（见图表 19）。

- 我们在《上市银行 2011Q1 业绩前瞻》中对 2011Q1 的 NIM 预期值为“预计 2011Q1 上市银行平均的 NIM 水平约为 2.53%，同比上升 11 个 BP”，所以我们认为 2011Q1 的 NIM 和我们预期的偏离值较小，但和市场此前普遍预期的偏差较大，我们认为主要原因有两方面，我们分别总结为技术原因和结构原因。这两个因素我们在《息差不是问题，需求才是关键》中已经提出，但遗憾的是市场对这两点被未充分预期。
 - 所谓的技术原因是指：一般来说商业银行在 Q4 的生息资产增速都较低，这导致的结果是会造成 Q4 的 NIM 值“虚高”（因为 $NIM = \text{净利息收入} / \text{期初期末生息资产平均余额}$ ，因为 Q4 的分母增加值偏少，而分子即利息净收入中一般都是新增资产的利息收入贡献值少，存量资产贡献值多，故 NIM 往往偏高，而到了 Q1 分母的增长较 Q4 明显增多，而新增的生息资产可能对当季的利息贡献不是很多，所以会拉低 NIM 值）。实际上在 2010 年初这一现象实际上就已经出现，所以我们在《上市银行 2011Q1 业绩前瞻》中对 NIM 的预测做过特别说明如下“一般情况下，由于第四季度银行的生息资产规模环比增加均不明显，但结构变化较大，故对 2010Q4 的单季净息差会造成较大扰动，使得我们对该季度息差的预测误差较大（但不影响利息收入的预测）。因此我们是根据 2010Q3（而不是 2010Q4）的 NIM 水平，考虑加息及上调准备金率的影响，以及资产负债结构期间变动的模糊判断来对 2011Q1 的息差水平作出预测的”。虽然我们已经在多次在报告中提及到 Q4NIM 值有虚高因素，但均没有被引起重视，所以我们希望这次能再度将这个因素提出来，但遗憾的是我们无法告诉大家 Q4 的 NIM 有多大程度被高估（或者说是 Q1 的 NIM 有多大程度被低估）。
 - 所谓的结构原因又体现在两方面：（1）高收益资产（即贷款和债券）的占比降低，而低收益资产（即央行及同业资产）的占比明显上升。我们测算显示，在负债结构不变的情况下，高收益资产占比每降低一个百分点，NIM 大约有 2 个 BP 下降。有些银行的负债中同业负债占比如有上升，则对 NIM 有更进一步的拉低。（2）存款出现的定期化趋势。定期化趋势每上升 1 个 BP，对 NIM 有 2 个 BP 的降低，协议存款占比每上升 1 个百分点，对 NIM 有 1.5 个 BP 的降低。
- 由于我们此前已经考虑到了结构原因对 2011 年 NIM 的负面影响，所以我们在《息差不是问题，需求不是关键》中对 2011 年全年 NIM 的上升幅度判断是 9-10 个 BP（分解图见图表 23），故我们仍然维持这一判断不变。
- 依旧维持 2011Q2NIM 环比扩大 2-3 个 BP 的判断，主要是我们判断 2011Q2 存贷利差可能仍有小幅扩大（预计在 5 个 BP 以内）（参见《息差不是问题，需求才是关键》）。
 - 我们认为多数银行 2011Q1 日均贷存比已经达标，存款压力不会比 Q1 更大；但当前信贷仍不具备放松条件，故贷款的溢价能力将维持。
 - 预计部分银行的债券增持意愿将开始逐步增加，高收益资产的占比可能会有回升，对 NIM 有一定积极作用。
- 但不得不承认的是，市场对银行 Q1 的 NIM 预期太高，最后的 NIM 值可

能是显著低于市场预期的。但我们认为不能负面理解上市银行 2011Q1 的 NIM 表现。

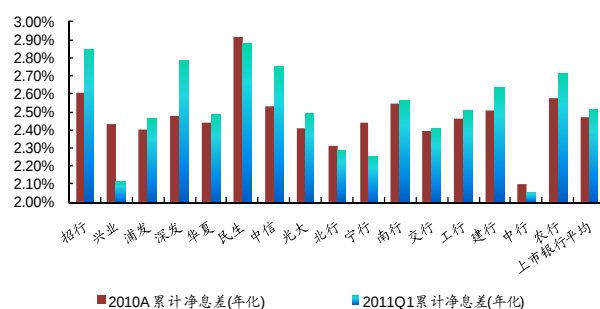
- 我们在 Q2 银行投资策略报告《息差不是问题，需求才是关键》中就希望大家淡化对 NIM 过度关注，因为 NIM 值实际是一个计算值，而不象利率一样直观，其经常会受到规模大小和结构的变化所影响，尤其是在 2010-2011 年的经营环境中。比如同业利差虽然很低，但在信贷规模控制的前提下，能够通过该渠道赚取正收益实际是对股东有益的，总比不作为（息差虽然高了，但收入实际是减少的）强的多吧！所以说当前净息差并不能准确反映银行的盈利周期，这也正是 2011Q1 银行的息差虽低于市场普遍预期，但业绩略超预期的原因所在。
- 我们认为市场之所以关注银行的净息差大过业绩本身，主要是找不到一个更直观且可以反映银行盈利周期的指标；但实际上当前存贷利差/存贷息差的趋势比 NIM 更真实和关键，而 2011Q1 存贷利差的变化属于符合预期的！因为从存贷利差看，即使是息差回落幅度程度最大的兴业银行，其 Q4 的存贷利差都出现了 15 个 BP 的环比升幅。

图表 18: 2011Q1 单季净息差（期初期末口径）



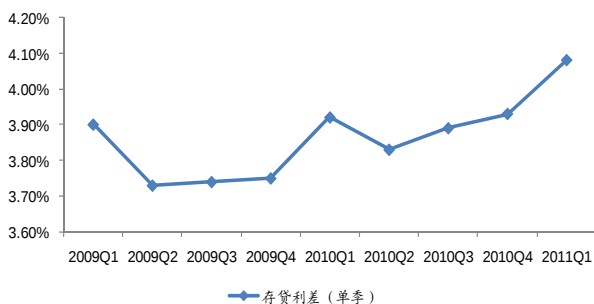
来源：齐鲁证券研究所

图表 19: 2011Q1 累计净息差（期初期末口径）



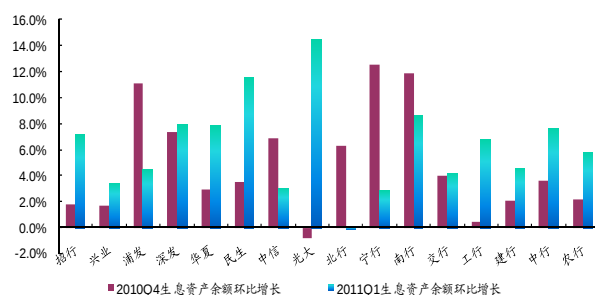
来源：齐鲁证券研究所

图表 20: 2011Q1 兴业银行存贷利差明显扩大

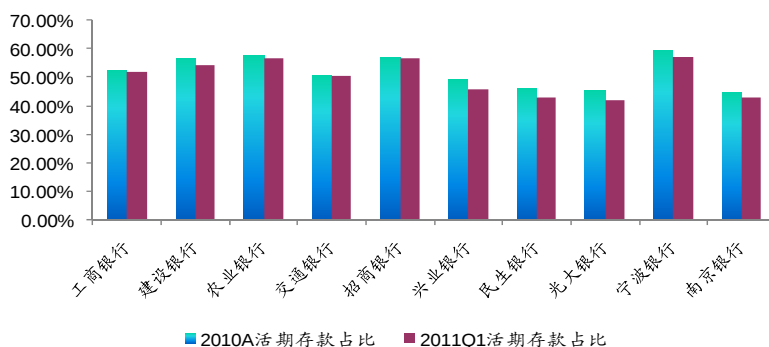


来源：齐鲁证券研究所

图表 21: Q1 生息资产余额环比增幅明显高于 Q4



来源：齐鲁证券研究所

图表 22：2011Q1 上市银行活期存款占比下降


来源：齐鲁证券研究所

图表 23：2011 年银行 NIM 的积极因素与消极因素

积极因素	对存贷利差（含活期）的影响	对 NIM 的影响
四次加息	+（33-35）BP	+（9-10）BP
贷款溢价能力的提升	+（18-20）BP	+（9-10）BP
消极因素	对存贷利差的影响	对 NIM 的影响
6 次 RRR 调整		—（4-5）个 BP
存款定期化（+2PC）	—（5）个 BP	—（3-4）个 BP
协议存款占比（+1PC）	—（2）个 BP	—（1-2）个 BP
视不同银行		
生息资产中低收益资产占比提升	（在负债结构不变的情况下，高收益资产占比每降低一个百分点，NIM 大约有 2 个 BP 下降）	

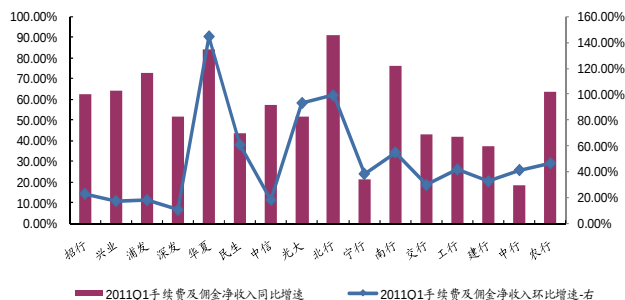
来源：齐鲁证券研究所

手续费收入：首次出现同比和环比增速均显著超过了利息收入

- 从手续费收入同比和环比均呈现高增长看，我们认为银行 Q1 的业绩是充满惊喜的。
- 2011Q1 上市银行合计实现手续费净收入 1060 亿，同比增长 41%，环比增长 39%！而且是全部上市银行都实现了同比和环比的双高增长，而且绝大多数银行手续费收入的同比和环比增速均显著超过了利息收入，这是首次出现的情形！
 - 除宁波银行和中国银行外，其余银行 Q1 手续费净收入同比增速均高于利息净收入。
 - 除深发展外，其余银行 Q1 手续费净收入环比增速均高于利息净收入。
- 由于手续费收入的增长态势明显好于利息收入，所以手续费收入在营业收入中的占比有明显提升。2011Q1 上市银行手续费收入占比平均为 15%，较 2010 年上升 2.4 个百分点。2011Q1 上市银行非息收入占比平均为 18%，较 2010 年上升 2.8 个百分点。
- 由于 Q1 只有个别银行披露了具体的手续费组成，但我们根据披露的信息推断手续费收入的高增长主要得益于以下三方面业务驱动：

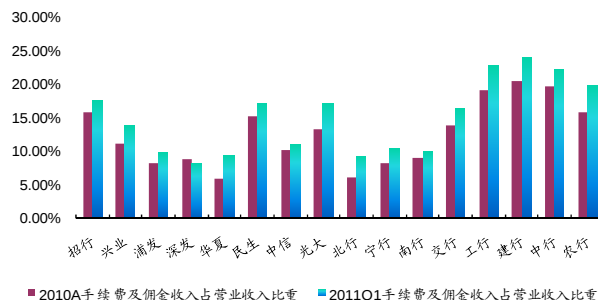
- (1) 截至 2011Q1 末贷款占社会融资总量比重下降至 53%，企业债占比上升至近 11%，受益于直接融资规模的扩大，商业银行投行业务在 2011 年增长势头迅猛。如交通银行 Q1 的投行业务收入就达到了 2010 年全年收入的一半；而兴业银行今年 Q1 的债务融资发行量高达 300 亿，和去年一年的量相当。
- (2) 经济环境良好，银行的结算、代理和卡收入增长态势继续呈现良好。如在银行卡收入上，交行、兴业和深发展分别实现了 31%，81%和 23%的增长。
- (3) 信贷紧缩背景下，和信贷相关的手续费收入如担保及承诺费大幅增长。交行和兴业该项业务分别增长 43%和 72%。但我们需要说明的是，尽管和信贷业务有关的手续费收入增加较多但目前手续费收入中的占比仍有限，所以不能因此而质疑商业银行手续费增长的可持续性。如果把这类手续费收入的增加和利息收入结合起来看，也支持了我们“当前息差不能完全反映银行盈利”的判断，因为有些收入并没有算在利息收入中。
- 手续费收入的战略性地位的提升符合我们预期，再提分部估值法的合理性！我们在《2011 年银行业投资策略报告——穷则变，变则通，通则久》中认为“中间业务的战略性地位已经开始提升，2011 年商业银行的非息收入增速将开始超过利息收入增速”，所以手续费收入的高增长趋势是符合我们预期的，但增幅却是明显好于我们预期的，故我们在此重申我们在年度策略中首次提出的分部估值法的合理性，详情可以参见报告《穷则变，变则通，通则久》。
- 我们在 2011Q1 季报期间上调了部分银行的业绩预测，主要就是 Q1 中间业务收入超预期导致我们上调了该项业务的全年预测值。调整后预计全年上市银行手续费及佣金收入合计增长大约 28%-29%，高于利息净收入 22%的增速。

图表 24：2011Q1 手续费收入同比和环比双增长



来源：齐鲁证券研究所

图表 25：手续费净收入占营业收入比重明显提升

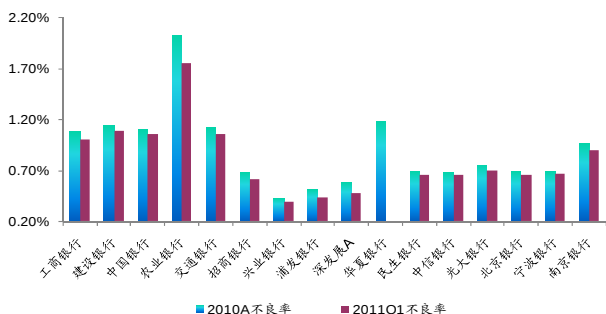


来源：齐鲁证券研究所

资产质量趋势良好，拨备支出力度有增无减

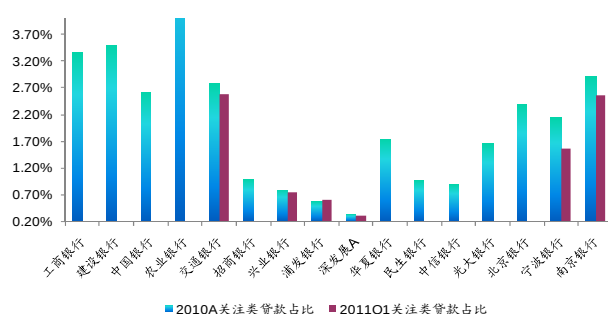
- 截至 2011Q1 末，除未披露数据的华夏银行外的 15 家上市银行的不良贷款额合计较年初下降 130 亿，降幅为 3.5%，不良率（整体）较年初下降 9 个 BP 至 1.05%。
- 全部上市银行的不良贷款比率均有不同程度的下降，大中型银行中除中行和中信外不良全部实现“双下降”，而城商行的不良贷款额略有增加。
- 2011Q1 末上市银行的拨备覆盖率平均水平为 276%，较年初上升 22 个百分点。其中拨备覆盖率接近 200% 的有 4 家（中行、农行、交行和北京），拨备覆盖率不足 300% 的有 4 家（工行、建行、中信和南京），其余均超过 300%，浦发银行更是高达 434%。
- 2011Q1 末上市银行的拨贷比平均水平为 2.11%，较年初提升 2 个 BP。大型银行中仅有交行和中行还不到 2.5%，如果按照 2013 年底达标看，预计这两家银行的 2011-2013 年的年均信贷成本有 10-15 个 BP 的上升。而中小银行中兴业银行、深发展、中信银行和宁波银行的拨贷比距离 2.5% 较多，如果按照 2016 年底达标看，对这几家银行未来每年的信贷成本有 15-20 个 BP 的影响。而对其他中小银行，拨贷比政策对未来每年的信贷成本的影响在 10 个 BP 以内（我们的盈利预测对拨贷比政策均已充分考虑）。
- 2011Q1 上市银行的平均信贷成本为 0.48%，较去年同期 0.46% 有上升，略低于 2010 全年 0.51% 的水平。多数银行的信贷成本水平较去年全年水平没有明显下降，Q1 拨备支出占到我们全年预测值的 22%，而去年 Q1 拨备支出额占到全年实际支出额的 20%，可见今年同期上市银行的拨备支出力度有增无减。由于我们在 2011 年全年盈利预测中考虑了拨贷比政策，所以兴业银行、深发展、中信银行、宁波银行等全年拨备支出额较大，故 Q1 拨备支出额占到全年我们全年预测值的比例偏低。

图表 26：2011Q1 上市银行不良贷款比率



来源：齐鲁证券研究所

图表 27：2011Q1 上市银行关注类贷款占比

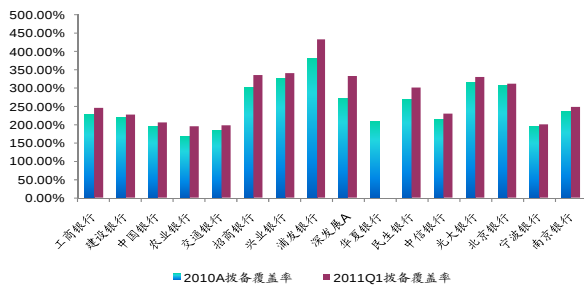


来源：齐鲁证券研究所

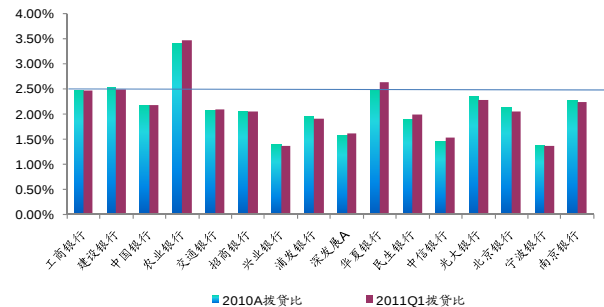
图表 28：上市银行 2011Q1 不良额继续下降

不良贷款额 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011Q1	2011Q1不良 较年初下降	2011Q1不良 较年初降幅
工商银行	111,774	104,482	88,467	73,241	70,774	-2,467	-3.37%
建设银行	85,170	83,882	72,156	64,712	64,555	-157	-0.24%
中国银行	88,802	87,490	74,718	62,470	62,752	282	0.45%
农业银行	818,853	134,067	120,241	100,405	91,698	-8,707	-8.67%
交通银行	22,735	25,460	25,009	24,988	24,707	-281	-1.12%
招商银行	10,394	9,677	9,732	9,686	9,260	-426	-4.40%
兴业银行	4,583	4,149	3,779	3,616	3,547	-69	-1.91%
浦发银行	8,023	8,467	7,460	5,880	5,236	-644	-10.95%
深发展A	12,476	1,928	2,444	2,367	2,045	-322	-13.60%
华夏银行	6,890	6,487	6,457	6,254			
民生银行	6,773	7,921	7,397	7,339	7,182	-157	-2.15%
中信银行	8,492	9,046	10,157	8,533	8,566	33	0.39%
光大银行	18,747	9,362	8,123	5,829	5,745	-84	-1.45%
北京银行	3,239	2,987	2,795	2,321	2,345	24	1.03%
宁波银行	130	452	645	704	722	18	2.55%
南京银行	548	660	815	810	816	6	0.69%
不良贷款额合计：	1,207,630	496,517	440,395	379,155	359,949	-12,952	-3.47%

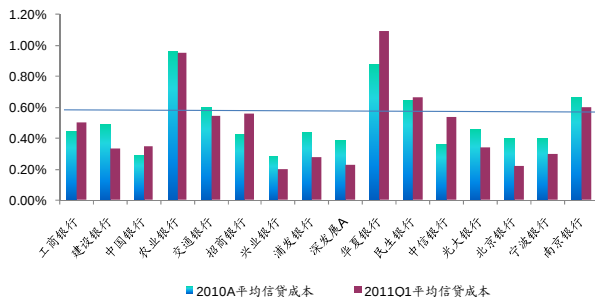
来源：齐鲁证券研究所（因华夏银行未披露不良数据，故降幅的计算中剔除了华夏银行）

图表 29：2011Q1 上市银行拨备覆盖率


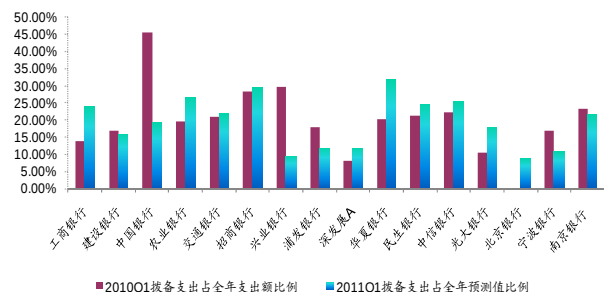
来源：齐鲁证券研究所

图表 30：2011Q1 上市银行拨贷比


来源：齐鲁证券研究所（华夏银行 Q1 为估计值）

图表 31：2011Q1 上市银行信贷成本


来源：齐鲁证券研究所（华夏银行 Q1 为估计值）

图表 32：2011Q1 拨备支出占全年预测值比例


来源：齐鲁证券研究所

后期投资观点

- 我们维持“息差不是目前主导银行股二级市场趋势的关键指标”的判断，认为本轮银行股启动的根本逻辑是“银行全年业绩的确定性以及板块间景气和估值的对比效应大大增强了银行低估值的吸引力”。
- 齐鲁宏观策略组认为：“往后看 2-3 个月，市场仍然需要对后续的调控和经济可能出现的减速进行消化(从近期微观层面调研的情况看，5、6 月份经济环比动能减速的概率偏大)”
- 在这一前提下，我们认为“Q1 季报被迅速刺破的部分行业和公司存在的业绩泡沫使得其失去了高估值的基础”和“银行业 2011 年全年业绩增长态势良好，Q2 业绩仍有高达 30% 的增长，估值仍处于底部区域”的激烈碰撞仍会在 5-6 月份存在，再加上我们认为本轮经济减速中“银行坏账预期上升的风险”出现的概率较低，故继续看好银行的估值修复。
- 当前上市银行二级市场的估值水平为 1.5XPB 和 9.1XPE，而大中型银行的平均估值水平为 1.4XPB 和 8.3XPE（对应 2011 年业绩）。
- 投资组合仍推荐“招行、民生、华夏、农行、浦发、宁波”，但相比前次农行的推荐次序提前，华夏的推荐次序调后。
 - 招行仍是基本面最为稳健的银行，其大力发展零售业务后在当前的市场竞争中优势凸显，且我们已经看到其“二次转型”对业绩的正面作用，故继续看好。
 - 民生银行目前正在通过大力发展“商贷通”业务来实现零售业务的转型，继 2010 年“商贷通”在资产端有质的飞跃后，我们预计 2011 年负债端也将有量的明显改善，其“二次腾飞”正在进行（请参考我们于 3 月 6 日发布的深度报告《“商贷通”：变小为美，助力增长》）。
 - 推荐华夏银行的理由是 2011-2012 年仍是其 ROA 的持续改善的时期。虽然华夏银行的 Q1 业绩是低于预期的，但主要是由于拨备计提力度较大所致。而华夏银行的定向增发已于 4 月底完成，所以我们认为资本实力的提升有助于华夏银行在 2011 年继续实现业绩的高增长。
 - 我们将农行的推荐次序提前，主要是由于其业绩的持续超预期，根据我们对 Q2 业绩的预估，其中期的业绩增长仍处于大行领先水平，且农业银行是少数几个贷款投放不受准备金持续上调影响的银行之一。

图表 33：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)	A股总市值 (百万)	每股收益EPS			每股净资产BVPS		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	增持	4.56	262,225	1,591,527	0.47	0.57	0.66	2.35	2.91	3.57
601939.SH	建设银行	增持	5.21	9,594	1,302,557	0.54	0.64	0.76	2.79	3.44	4.20
601988.SH	中国银行	持有	3.37	195,525	940,726	0.37	0.44	0.47	2.31	2.80	3.27
601288.SH	农业银行	买入	2.94	294,055	954,895	0.29	0.38	0.45	1.67	2.05	2.50
601328.SH	交通银行	增持	5.95	29,736	334,745	0.69	0.84	1.02	3.96	4.83	5.85
600036.SH	招商银行	买入	14.46	17,666	311,998	1.19	1.53	1.74	6.21	7.76	9.50
601166.SH	兴业银行	买入	29.20	5,992	174,966	3.09	3.66	4.27	15.35	19.01	23.28
600000.SH	浦发银行	买入	14.28	14,349	204,901	1.34	1.73	2.00	8.57	10.30	12.29
000001.SZ	深发展A	增持	18.20	3,485	63,427	1.80	2.37	2.81	9.62	11.98	14.79
600015.SH	华夏银行	买入	12.52	6,850	85,759	1.20	1.18	1.50	7.11	9.17	10.67
600016.SH	民生银行	买入	6.15	22,588	164,296	0.66	0.79	0.93	3.90	4.79	5.72
601998.SH	中信银行	持有	5.56	26,632	217,025	0.55	0.55	0.62	3.08	3.64	4.26
601818.SH	光大银行	暂无评级	3.82	40,435	154,461	0.32	0.31	0.37	2.01	2.60	2.97
601169.SH	北京银行	增持	12.06	6,228	75,104	1.09	1.17	1.40	6.83	8.58	9.98
002142.SZ	宁波银行	买入	12.92	2,884	37,259	0.81	0.98	1.11	5.51	6.48	7.59
601009.SH	南京银行	增持	10.58	2,969	31,411	0.78	1.02	1.20	6.34	7.36	8.56

股票代码	股票简称	2010 ROAA	2010 ROAE	核心资本充足率 (最新披露)	资本充足率 (最新披露)	市盈率PE			市净率PB		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	1.31%	22.10%	9.66	11.77	9.64	8.06	6.94	1.94	1.56	1.28
601939.SH	建设银行	1.32%	21.54%	10.33	12.45	9.66	8.09	6.85	1.87	1.51	1.24
601988.SH	中国银行	1.09%	18.02%	9.96	12.38	9.01	7.64	7.10	1.46	1.20	1.03
601288.SH	农业银行	0.99%	21.44%	9.61	11.40	10.06	7.79	6.47	1.76	1.44	1.17
601328.SH	交通银行	1.08%	20.20%	9.24	12.05	8.57	7.04	5.82	1.50	1.23	1.02
600036.SH	招商银行	1.15%	22.73%	7.66	11.91	12.11	9.48	8.33	2.33	1.86	1.52
601166.SH	兴业银行	1.16%	24.43%	8.42	10.71	9.45	7.98	6.84	1.90	1.54	1.25
600000.SH	浦发银行	1.01%	20.09%	9.09	11.68	10.68	8.27	7.16	1.67	1.39	1.16
000001.SZ	深发展A	0.96%	23.28%	7.14	10.13	10.09	7.69	6.47	1.89	1.52	1.23
600015.SH	华夏银行	0.64%	18.22%	6.65	10.58	10.43	10.61	8.36	1.76	1.37	1.17
600016.SH	民生银行	1.08%	18.30%	8.07	10.44	9.35	7.79	6.60	1.58	1.28	1.07
601998.SH	中信银行	1.12%	19.29%	8.21	11.05	10.09	9.32	8.29	1.81	1.40	1.20
601818.SH	光大银行	0.95%	19.76%	8.00	10.73	12.07	12.23	10.43	1.90	1.47	1.29
601169.SH	北京银行	1.07%	16.99%	10.51	12.62	11.04	10.33	8.60	1.77	1.41	1.21
002142.SZ	宁波银行	1.09%	18.13%	11.93	15.22	16.05	13.23	11.63	2.35	1.99	1.70
601009.SH	南京银行	1.25%	14.97%	12.44	13.26	13.59	10.38	8.82	1.67	1.44	1.24
上市银行平均		1.08%	19.97%			10.74	9.12	7.79	1.82	1.48	1.24
大型国有银行平均		1.16%	20.66%			9.59	7.89	6.84	1.76	1.43	1.18
中型股份制银行平均		1.02%	20.91%			10.31	8.73	7.44	1.85	1.48	1.23
城市商业银行平均		1.14%	16.69%			13.56	11.31	9.69	1.93	1.61	1.38

备注：中信银行估值已经考虑配股除权因素，华夏+北京已考虑定向增发，民生已考虑可转债+H股融资。

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