

以盈余质量为选股角度

中性维持

投资要点:

- 零售和中小企业转型初见成效
- 净息差反弹，高点即将来临
- 以盈余质量为选股角度

报告摘要:

- **净利润驱动因素分解。**半年报看，16 家上市银行实现营业收入 1.076 万亿元，同比增长 30.98%，净利润 4654.53 亿元，同比增长 34.34%。非息收入占比提高了 2.86 个百分点至 23.04%。净利润增长的驱动因素是规模扩张、手续费增长、净息差反弹和成本收入比下降。
- **转型初见成效。**零售贷款增长 12.71%，高于公司贷款增速 7.65%，其中信用卡透支额增长 30%。上半年，华夏银行小企业专营机构贷款增长接近 80%，招行增长 51%，交行和中行都在 30% 以上；而中小企业口径下，光大银行贷款增长接近 31%。
- **净息差反弹。**2011 年二季度，净息差年化最高为民生银行，为 3.23%，达到 2008 年高点水平，其次，招行 2.99%，中信银行 2.89%。净息差反弹的主要原因是贷款议价能力提升，尤其是中小企业贷款。
- **逾期贷款上升。**上市银行不良余额 3600 亿元，不良率 0.99%，逾期贷款 4025 亿，比年初增长 5.9%，拨备余额 8860 亿元。拨备缺口 216 亿元，占 2011 年行业预测净利润的 2.51%，行业整体拨备压力不大。
- **投资建议。**上市银行中报超预期，但基于全球经济的不确定性，维持行业中性评级。我们以盈余质量为选股角度，不仅包括净利润和经营现金净流量的关系，也包括目前监管政策对银行未来业绩的影响，还包括银行经营转型，我们的投资组合是：**民生银行、工商银行、建设银行、招商银行、南京银行、农业银行。**

重点公司	股价	07EPS	08EPS	09EPS	PEG	评级	变动
农业银行	2.58	0.29	0.40	2.02	2.44	增持	维持
民生银行	5.86	0.66	0.88	4.71	5.65	增持	维持
工商银行	4.10	0.47	0.58	2.76	3.21	增持	上调
建设银行	4.53	8.40	6.88	1.41	1.23	增持	上调
招商银行	11.91	1.19	1.56	7.53	9.08	增持	维持
南京银行	8.21	0.78	1.00	6.42	7.15	增持	上调

银行业研究组

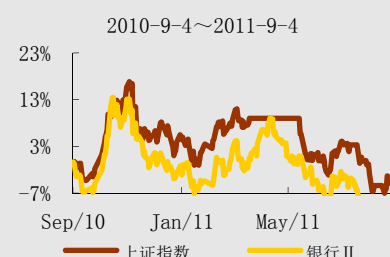
分析师:

张继袖 (S1180511010006)

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	16
总市值 (亿元)	58550
流通市值 (亿元)	29233
重点公司 (家)	16
重点公司占行业市值比重	100

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*招商银行: 净息差大幅反弹, 活期存款稳定——中报点评*600036*银行*张继袖》, 2011.8
- 2 《宏源证券*公司研究*北京银行: 逾期贷款下降, NIM 反弹乏力——中报点评*601169*银行*张继袖》, 2011.8
- 3 《宏源证券*公司研究*中信银行: 资金融表现不俗——中报点评*601998*银行*张继袖》, 2011.8
- 4 《宏源证券*公司研究*宁波银行: 密切关注资产质量——中报点评*002142*银行*张继袖》, 2011.8

目录

一、净利润驱动因素分解	5
二、资产负债分析	8
(一) 资产配置概览	8
(二) 贷款及资产质量	11
1、零售贷款快速增长	11
2、高风险领域贷款下降	12
2、小企业贷款：短期见收益，中期控风险	14
3、资产质量——上市银行数据	15
4、资产质量——其他行业数据	19
5、从表外业务看风险	20
(三) 存款及其结构	21
三、净息差：继续反弹，高点即将来临	24
(一) 中期表现	24
(二) 行业和个股 NIM 走势判断	25
四、资本状况：部分银行需要补充资本，整体压力不大	26
五、经营效率提高	28
(一) 成本收入比下降	28
(二) 资产回报率分化	28
(三) 盈余质量：选股角度	30
六、盈利预测和投资建议	31
(一) 盈利预测和估值	31
(二) 选股角度和投资建议	33

插图

图 1: 上市银行半年度收入结构	6
图 2: 上市银行季度收入结构	7
图 3: 上市银行资产增速	9
图 4: 上市银行资产配置	9
图 5: 上市银行总资产增长 10.5%	10
图 6: 上市银行贷款增长 8.6%	10
图 7: 上市银行同业资产增长 35.4%	10
图 8: 上市银行债券投资减少	11
图 9: 部分上市银行拨贷比达标	18
图 10: 上市银行存款增长 8.61%	22
图 11: 活期和定期存款增长	22
图 12: 活期和定期存款占比提升	22

表格

表 1: 半年报主要财务指标.....	5
表 2: 净利润驱动因素分解.....	6
表 3: 单季度主要财务指标.....	7
表 4: 上市银行半年报净利润同比驱动因素分解.....	8
表 5: 上市银行二季度净利润环比驱动因素分解.....	8
表 6: 2011 中期贷款总额 (亿元)	11
表 7: 2011 中期贷款增速.....	12
表 8: 2011 中期贷款结构及变化.....	12
表 9: 房地产贷款占比及变化.....	13
表 10: 融资平台贷款及其变化.....	14
表 11: 小企业口径下贷款增长和不良变化.....	15
表 12: 中小企业口径下贷款增长和不良变化.....	15
表 13: 不良历史数据.....	15
表 14: 五级分类.....	16
表 15: 不良生成率较低.....	16
表 16: 15 家上市银行合计逾期贷款变化.....	16
表 17: 上市银行逾期贷款汇总.....	17
表 18: 上市银行拨备覆盖率.....	18
表 19: 上市银行拨备缺口对净利润影响测算.....	19
表 20: 房地产上市公司样本现金流和偿债能力指标.....	20
表 21: 中小企业上市公司样本现金流和偿债能力指标.....	20
表 22: 创业板上市公司样本现金流和偿债能力指标.....	20
表 23: 上市银行主要表外项目数据.....	21
表 24: 上市银行零售存款增长情况.....	23
表 25: 保证金存款占比提升.....	23
表 26: 存款准备金抽血对中小银行影响大.....	24
表 27: 上市银行单季度 NIM 年化数据.....	25
表 28: 14 家上市银行样本的利率敏感性缺口统计.....	25
表 29: 利率风险敞口.....	26
表 30: 部分上市银行再融资方案.....	26
表 31: 上市银行资本充足率数据.....	27
表 32: 上市银行核心资本充足率数据.....	27
表 33: 成本收入比趋势.....	28
表 34: 年化净资产回报率.....	29
表 35: 加权风险资产回报率.....	29
表 36: 上市银行盈余质量走势.....	30
表 37: 盈利预测调整.....	31
表 38: 上市银行 EPS 和 BVPS.....	32
表 39: 上市银行估值.....	32

一、净利润驱动因素分解

半年报看，16 家上市银行实现营业收入 1.076 万亿元，同比增长 30.98%，净利润 4654.53 亿元，同比增长 34.34%。利息净收入 8283.74 亿元，同比增长 26.29%，手续费净收入大幅增长 45.96%达到 2186.91 亿元，公允价值变动损益等其他收益项目增长 82.71%至 293.51 亿元。拨备支出大幅增长 41.66%达到 956.27 亿元，抵押风险能力增强。

管理效率提升，业务费开支增长 21.32%，低于收入增速，成本收入比下降 2.33 个百分点至 29.24%。

净息差继续反弹，年化达到 2.58%，同比提高 17 个 BP。

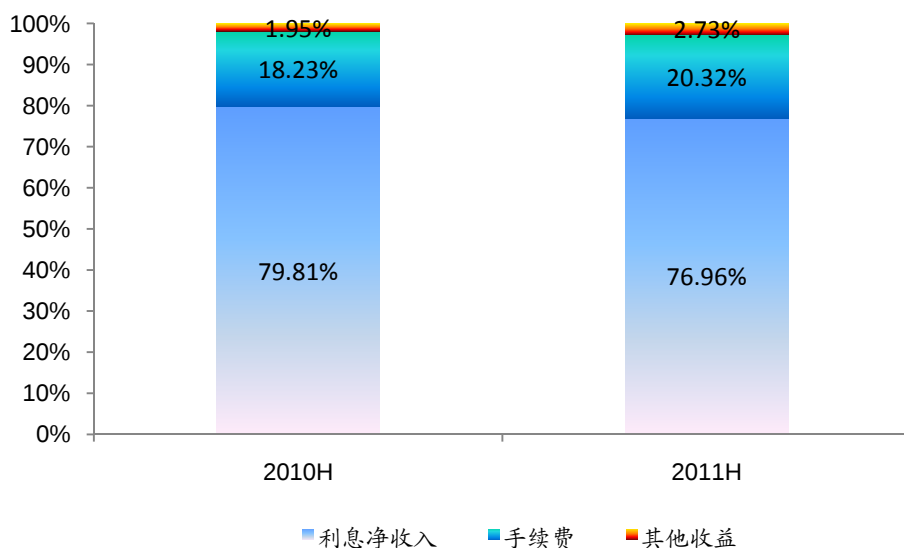
收入结构进一步优化，非息收入占比提升至 23.04%，提高了 2.86 个百分点。

从净利润增长的驱动因素看，规模扩张、手续费增长、净息差反弹以及成本收入比下降都成为拉动业绩的主要推动因素，合计贡献了 39.26 个百分点，拨备支出成为最大的制约业绩增长的因素，不过也是行业以丰补歉的好机会。

表 1：半年报主要财务指标

百万元	2010H	2011H	增长
生息资产期末数	57546169	67806914	17.83%
生息资产平均余额	54838910	64633716	17.86%
利息净收入	655908	828374	26.29%
期间 NIM	1.20%	1.28%	0.09%
手续费	149829	218691	45.96%
其他收益	16064	29351	82.71%
费用收入比	31.56%	29.24%	-2.33%
营业税率	5.87%	6.06%	0.18%
有效税率	22.73%	22.95%	0.22%
拨备	67502	95627	41.66%
营业外	1823	3221	76.73%
净利润	346462	465453	34.34%
业务费	259394	314709	21.32%
营收	821801	1076416	30.98%
营业税	48277	65222	35.10%
所得税	101898	138609	36.03%
利润	448360	604062	34.73%
年化 NIM	2.41%	2.58%	0.17%

资料来源：公司数据，宏源证券

图 1：上市银行半年度收入结构


资料来源：宏源证券

表 2：净利润驱动因素分解

	2009	2010	2011H 同比	2011Q2 环比	2011Q1 环比	2010Q4 环比
生息资产规模	28.48	21.09	16.34	4.37	4.66	3.10
NIM	-33.53	5.53	7.72	1.23	-1.01	4.06
手续费净收入	4.97	6.37	9.61	1.44	8.01	1.10
其他收支	2.88	-1.17	1.85	0.29	0.95	0.27
费用收入比	-6.15	6.26	5.59	-1.99	31.62	-16.64
营业税率	0.37	0.53	-0.44	-0.38	-0.42	-0.01
拨备支出	22.49	-3.46	-6.27	-3.22	6.58	-8.04
营业外收支	0.03	0.28	0.31	0.22	-0.39	0.08
所得税率	-1.28	-2.16	-0.38	0.76	-1.46	0.39
净利润增长率	18.27	33.29	34.32	2.73	48.54	-15.68

资料来源：公司数据，宏源证券

环比看，二季度上市银行实现营业收入 5549.69 亿元，环比增长 6.43%，实现净利润 2359.25 亿元，环比增长 2.79%。利息净收入增长 6.38%，手续费增长 6.23%，其他收益增长 9.34%，拨备支出增长 22.38%。

净息差年化 2.58%，环比反弹 3 个 BP，但个股表现出差异性。

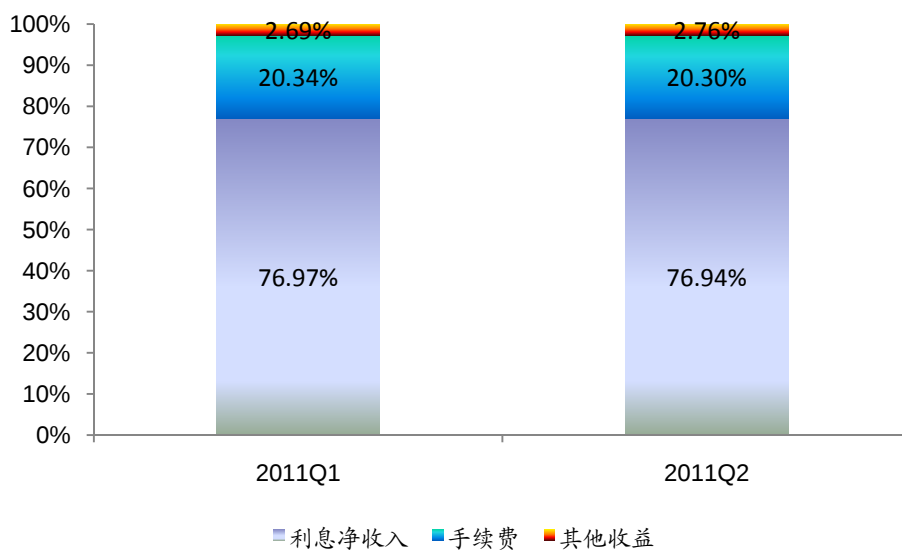
从收入结构看，非息收入占比提升至 23.06%，提高了 0.03 个百分点。

从净利润增长的驱动因素看，规模扩张、手续费增长、净息差反弹合计贡献了 7.04 个百分点，拨备支出和成本收入比提高拖累净利润增长 5.21 个百分点。

表 3: 单季度主要财务指标

百万元	2011Q1	2011Q2	增长
生息资产期末数	66017389	67806914	2.71%
生息资产平均余额	63738954	66912151	4.98%
利息净收入	401382	426992	6.38%
期间 NIM	0.63%	0.64%	0.01%
手续费	106044	112647	6.23%
其他收益	14021	15330	9.34%
费用收入比	28.68%	29.76%	1.07%
营业税率	5.95%	6.16%	0.20%
有效税率	23.24%	22.66%	-0.57%
拨备	43001	52626	22.38%
营业外	1278	1944	52.12%
净利润	229528	235925	2.79%
业务费	149568	165141	10.41%
营收	521447	554969	6.43%
营业税	31051	34171	10.05%
所得税	69477	69132	-0.50%
利润	299005	305057	2.02%
年化 NIM	2.54%	2.58%	0.03%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 2: 上市银行季度收入结构


资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 4：上市银行半年报净利润同比驱动因素分解

2011H 同比	工行	建行	中行	农行	光大	交行	深发展	华夏	民生	招行	南京	北京	宁波	兴业	中信	浦发
生息资产规模	12.41	11.42	15.65	18.88	17.53	17.39	27.53	29.25	29.53	11.53	39.22	28.71	35.39	27.62	16.20	37.09
NIM	6.23	8.70	0.86	13.47	12.18	5.47	11.46	16.59	9.86	20.94	3.01	-2.23	-9.75	-2.41	16.57	2.41
手续费净收入	10.10	10.11	6.00	14.37	8.05	7.38	5.72	9.15	16.03	9.76	4.92	5.72	-0.37	9.16	6.03	7.27
其他收支	1.02	0.59	7.14	0.76	-1.87	-0.10	2.92	-0.67	5.35	3.21	-5.04	0.09	8.93	-2.01	4.33	-2.45
费用收入比	5.32	4.05	2.97	13.97	11.43	2.66	18.69	1.20	16.34	6.66	-2.90	4.94	2.99	5.31	0.39	3.37
营业税率	-0.35	-0.26	-0.01	-0.04	-0.95	-1.44	-2.22	-2.01	-0.86	-0.85	-2.22	-0.57	1.97	-1.16	-0.59	-0.62
拨备支出	-6.50	-4.45	-3.32	-13.91	-13.61	-2.09	-6.12	-12.21	-17.86	-9.81	-2.89	-4.31	-9.57	6.10	-0.74	-2.66
营业外收支	0.46	0.86	-0.14	0.14	0.33	0.35	-1.32	0.08	0.09	0.52	0.03	0.10	2.88	0.08	0.15	-1.21
所得税率	0.28	0.31	-0.17	-2.24	1.85	-0.45	-0.67	0.51	-0.97	-1.08	-0.86	-1.79	-1.39	-2.88	-1.42	-1.05
净利润增长率	28.96	31.33	28.98	45.39	34.93	29.17	56.00	41.89	57.51	40.88	33.27	30.64	31.09	39.80	40.91	42.15

资料来源：公司数据，宏源证券

表 5：上市银行二季度净利润环比驱动因素分解

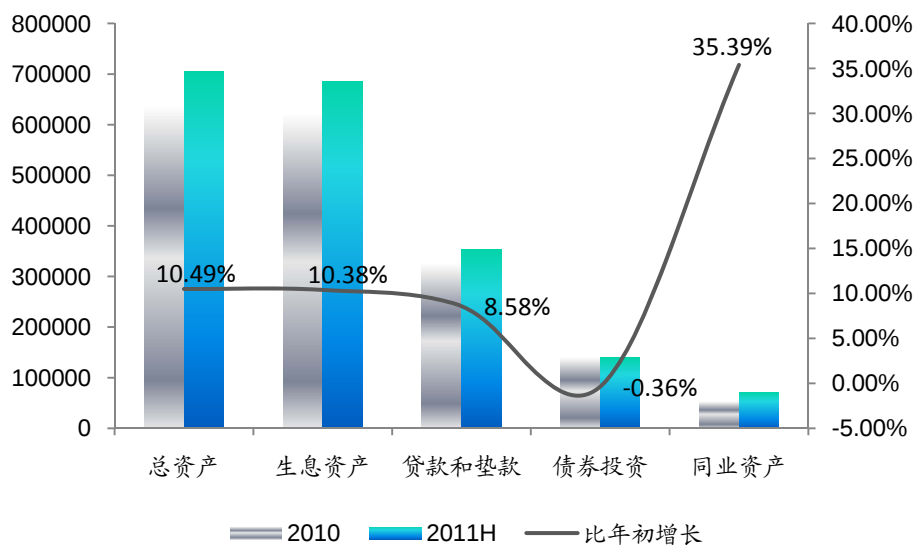
2011Q2 环比	工行	建行	中行	农行	光大	交行	深发展	华夏	民生	招行	南京	北京	宁波	兴业	中信	浦发
生息资产规模	4.32	3.33	3.59	5.23	5.41	4.45	6.95	6.70	8.41	1.67	9.09	5.34	-0.34	5.55	3.98	5.87
NIM	-0.63	-0.60	0.85	-0.03	-1.63	2.65	-3.56	15.46	11.65	3.58	2.03	2.92	6.78	18.19	3.94	2.41
手续费净收入	1.91	1.52	-3.09	2.32	-0.24	0.68	4.15	2.95	14.78	1.67	0.69	0.90	-5.70	5.13	1.40	2.57
其他收支	-1.21	-0.48	4.00	-0.37	2.57	-2.52	1.90	-1.38	2.56	0.04	-1.68	0.88	13.40	-2.02	2.30	0.44
费用收入比	-1.19	0.19	-0.86	-7.00	-0.07	-9.53	-2.92	-0.56	-5.13	0.34	-2.69	-9.92	7.66	4.70	3.96	6.32
营业税率	-0.47	-0.54	0.11	-0.40	-0.37	-0.93	-0.71	-1.16	0.86	-0.52	-2.11	-0.46	0.29	1.02	-0.01	-0.10
拨备支出	0.61	-7.08	-6.66	-7.65	-13.50	2.37	-8.09	27.25	-9.26	0.29	-2.04	4.80	-11.76	3.08	17.31	-2.43
营业外收支	0.01	0.86	-0.13	0.53	-0.15	0.18	-0.08	0.00	0.24	-0.16	0.28	-0.12	-8.75	0.14	0.24	-0.10
所得税率	0.18	-0.41	2.52	3.07	-2.58	0.88	-0.67	0.62	0.30	3.27	-0.95	-2.05	1.50	-1.33	-1.33	-2.41
净利润增长率	3.53	-3.20	0.32	-4.31	-10.56	-1.77	-3.02	49.88	24.39	10.17	2.62	2.28	3.08	34.46	31.80	12.56

资料来源：公司数据，宏源证券

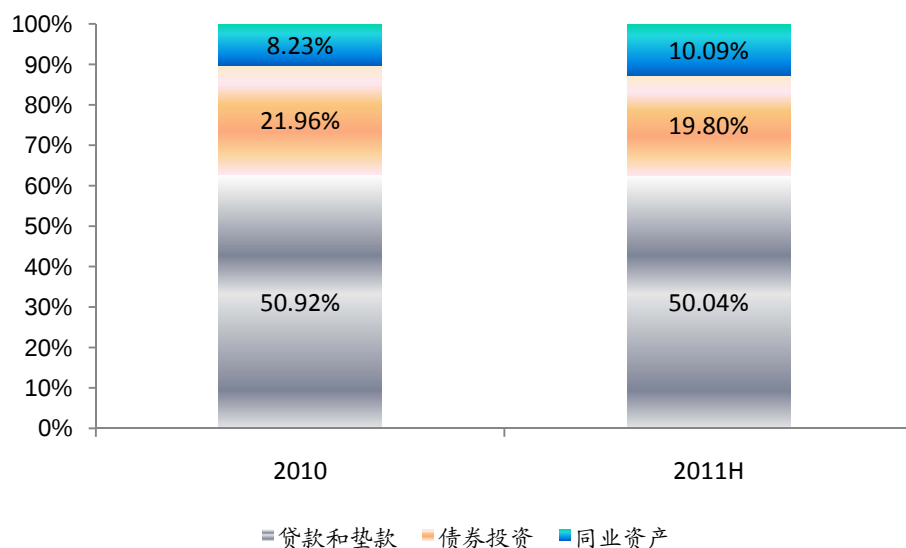
二、资产负债分析

（一）资产配置概览

截至 6 月 30 日，上市银行资产总额为 70.54 万亿元，比年初增长 10.5%，生息资产总额 67.81 万亿，比年初增长 10.38%，贷款和垫款 35.3 万亿，比年初增长 8.58%，债券投资规模比年初减少 0.36%至 13.97 万亿元，同业资产增长 35.39%至 7.11 万亿元。资产配置上，贷款占比下降 0.88 个百分点；债券占比下降 2.16 个百分点，同业占比提高 1.85 个百分点，资产配置变化主要和市场利率变化有关，而加息通道中，银行主动压缩了债券配置。

图 3：上市银行资产增速


资料来源：公司数据，宏源证券

图 4：上市银行资产配置


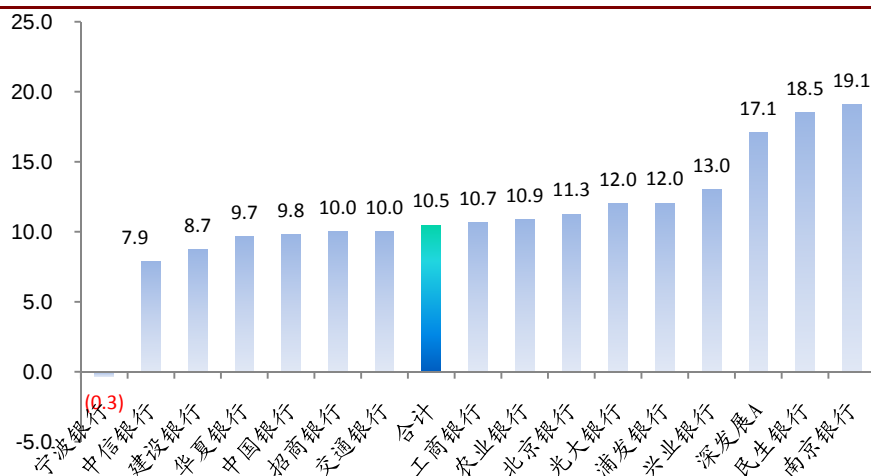
资料来源：公司数据，宏源证券

从上市银行看，资产增长最快的是南京银行，增长了 19.1%，其次是民生银行和深发展银行，属于第一梯队；大于平均增速的银行还有工行、农行、北京银行、光大银行、浦发银行和兴业银行；宁波银行资产负增长，微降 0.3%。

贷款增长方面，三家城商行贷款增长位于前列，中信、民生和华夏银行增速较低，大型银行的中国银行贷款增速在 9.83%，高于行业平均水平。也高于其他大型银行。

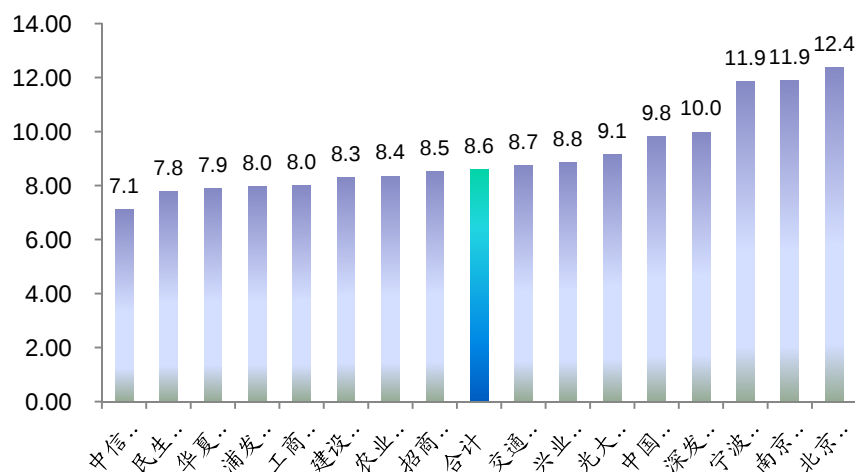
大型银行的同业资产增长较快，如工行，同业资产时点数增长 60%，建行、农行和交行增长都在 40%以上。而中小银行更偏好债券投资，民生、深发展和宁波银行的债券投资增长都在 20%以上。

图 5：上市银行总资产增长 10.5%



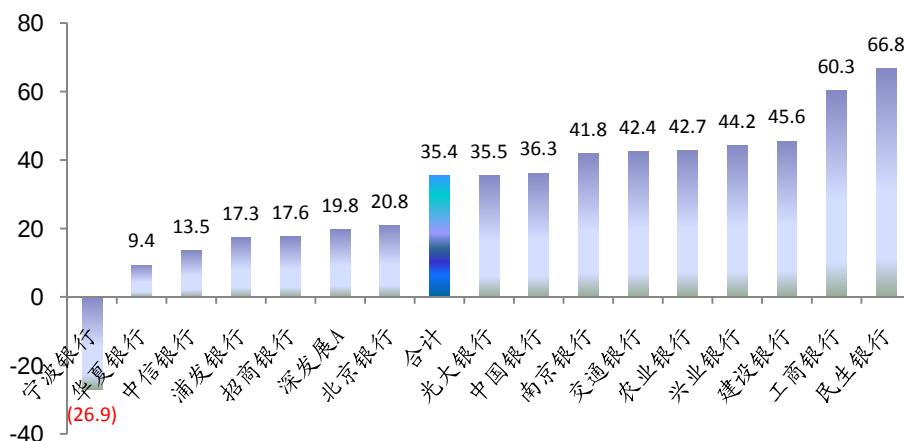
资料来源：公司数据，宏源证券

图 6：上市银行贷款增长 8.6%

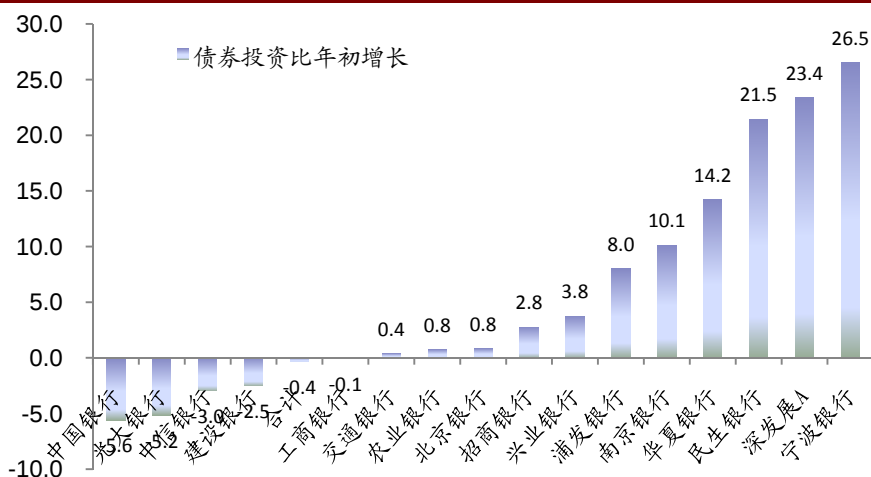


资料来源：公司数据，宏源证券

图 7：上市银行同业资产增长 35.4%



资料来源：公司数据，宏源证券

图 8：上市银行债券投资减少


资料来源：公司数据，宏源证券

(二) 贷款及资产质量

1、零售贷款快速增长

2011 年上半年，上市银行大力发展零售贷款业务，零售贷款增长 12.71%，高于公司贷款增速 7.65 个百分点，高于贷款增速 3.84 个百分点。零售业务转型在全行业进一步深化和拓展，其中信用卡业务快速发展，透支额增长 30%，为银行带来利息收入的同时，需要注意风险。

贴现业务也出现大幅增长，上市银行总贴现余额达到 14072 亿元，比年初增长 82%，占比提高至 3.89%。

表 6：2011 中期贷款总额（亿元）

2011H	贷款总额	公司贷款（不包括贴现）	贴现	个贷	住按揭	信用卡	贷款损失准备	单项拨备	组合拨备
工行	73340	53937	1059	18344	11463	1301	1815	364	1451
建行	61404	44761	991	15652	12198	767	1552	363	1189
中行	62165	37881	8783	15502	11834	712	1346	338	1008
农行	53839	39751	878	13210	8265	641	1959	534	1426
光大	8506	6233	99	2174	1237	166	205	41	164
交行	24331	19176	469	4685	3315	514	512	139	373
深发展	4485	3000	165	1320	660	64	75	11	64
华夏	5707	5007	23	676	495	26	152	29	123
民生	11423	8054	77	3292	884	247	240	31	209
招行	15548	9534	646	5368	3062	593	331	56	275
南京	939	757	17	152	116	1	22	5	17
北京	3755	3130	58	567	453	0	73	15	58
宁波	1137	841	19	278	0	34	17	4	13
兴业	9295	6675	134	2486	1776	167	123	18	105
中信	13548	10670	472	2407	1707	234	201	45	156
浦发	12374	9672	181	2419	2115	88	237	29	208
合计	361796	259078	14072	88531	59580	5555	8860	2020	6839

资料来源：公司数据，宏源证券

表 7: 2011 中期贷款增速

%	贷款总额	公司贷款（非贴现）	贴现	个人贷款	住房按揭	信用卡透支
工行	8.01	7.50	-9.84	10.80	3.92	42.10
建行	8.31	8.25	-30.77	12.52	11.80	28.72
中行	9.82	-8.58	773.01	9.46	8.67	17.03
农行	8.62	8.62	-42.36	15.41	14.06	69.62
光大	9.21	9.11	-28.07	12.15	4.54	27.89
交行	8.77	5.42	-17.88	12.11	11.44	17.94
深发展	10.09	11.67	-11.42	9.89	1.76	0.61
华夏	8.10	7.58	263.58	12.53	19.52	49.26
民生	17.57	6.20	-35.36	54.36	-9.32	50.44
招行	8.62	9.52	-0.54	8.23	2.42	8.02
南京	11.94	9.41	42.30	21.72	16.26	47.07
北京	12.18	8.53	212.97	27.48	20.58	na
宁波	11.98	13.92	33.46	5.40	na	24.07
兴业	8.79	7.73	37.55	10.47	-0.39	47.13
中信	7.32	7.73	-15.33	11.28	6.59	19.59
浦发	7.93	7.81	-17.23	11.05	10.57	13.52
合计	8.93	5.11	82.17	12.76	7.92	30.03

资料来源：公司数据，宏源证券

表 8: 2011 中期贷款结构及变化

%	公司贷款（非贴现）	贴现	个贷	按揭	信用卡透支	贷款损失准备	单项拨备	组合拨备	个贷占比提高	拨备提高
工行	73.54	1.44	25.01	15.63	1.77	2.47	0.50	1.98	0.63	0.01
建行	72.90	1.61	25.49	19.87	1.25	2.53	0.59	1.94	0.95	0.00
中行	60.94	14.13	24.94	19.04	1.15	2.17	0.54	1.62	-0.08	-0.01
农行	73.83	1.63	24.54	15.35	1.19	3.64	0.99	2.65	1.44	0.23
光大	73.28	1.17	25.55	14.54	1.95	2.41	0.48	1.93	0.67	0.06
交行	78.82	1.93	19.26	13.63	2.11	2.10	0.57	1.53	0.57	0.03
深发展	66.89	3.68	29.43	14.72	1.42	1.67	0.24	1.43	-0.05	0.09
华夏	87.74	0.40	11.85	8.67	0.46	2.67	0.50	2.16	0.47	0.19
民生	70.51	0.68	28.82	7.74	2.16	2.10	0.27	1.83	6.87	0.06
招行	61.32	4.15	34.53	19.70	3.82	2.13	0.36	1.77	-0.12	0.08
南京	80.62	1.81	16.17	12.33	0.09	2.31	0.52	1.79	1.30	0.04
北京	83.36	1.55	15.10	12.05	0.00	1.96	0.40	1.56	1.81	-0.17
宁波	73.90	1.66	24.44	0.00	2.99	1.46	0.32	1.13	-1.53	0.31
兴业	71.82	1.44	26.74	19.10	1.79	1.33	0.19	1.13	0.41	-0.05
中信	78.75	3.48	17.76	12.60	1.73	1.48	0.33	1.15	0.63	0.04
浦发	78.16	1.46	19.55	17.09	0.71	1.92	0.24	1.68	0.55	-0.03
合计	71.61	3.89	24.47	16.47	1.54	2.45	0.56	1.89	0.83	0.05

资料来源：公司数据，宏源证券

2、高风险领域贷款下降

上半年，上市银行房地产贷款余额 2.91 万亿元，增长 4.21%，占比下降 0.36 个百分点。上市银行对房地产政策发生变化，个别银行房地产贷款增速提高很快，如中信、华夏、宁波和深发展银行，增长都在 10% 以上，随着增速提高，占比也上升，而工行和农行出现负增长，

占比下降，北京银行和民生银行占比也下降 1 个百分点以上。

我们认为，目前看房地产调控政策不会放松，重点城市房价开始出现下降，开发商财务成本急剧上升，日子紧张，而随着保障房的逐步落实到位，房价将结束上涨势头。我们对房地产市场依然保持谨慎。

表 9：房地产贷款占比及变化

亿元,%	2011H		2010		增长	占比提高
	金额	占比%	金额	占比%		
北京	469	12.48	458	13.67	2.45	-1.19
工行	5234	7.14	5263	7.75	-0.55	-0.61
光大	829	9.75	813	10.44	1.96	-0.69
华夏	566	9.92	475	9.00	19.15	0.92
建行	4194	6.83	4029	7.11	4.09	-0.28
交行	1503	6.18	1429	6.39	5.19	-0.21
民生	1303	11.40	1294	13.32	0.65	-1.92
南京	62	6.66	59	7.01	6.30	-0.35
宁波	114	9.99	97	9.55	17.13	0.44
农行	5460	10.14	5513	11.12	-0.96	-0.98
浦发	1251	10.11	1167	10.18	7.25	-0.06
深发展	250	5.58	225	5.53	11.10	0.05
兴业	881	9.48	848	9.93	3.91	-0.45
招行	1183	7.61	1132	7.91	4.56	-0.30
中信	980	7.24	724	5.74	35.35	1.50
中行	4811	7.74	4390	7.76	9.59	-0.02
合计	29091	8.04	27917	8.40	4.21	-0.36

资料来源：公司数据，宏源证券

对于融资平台贷款，政府有三个重要部门讲话，6 月 27 日国家审计署公布《全国地方政府性债务审计结果》，8 月 25 日财政部报告认为政府债务总体可控，8 月 30 日上午发改委财经司称政府债务违约风险不大。上半年由于统计范围扩大，各家银行的融资平台贷款和比例基本都出现上升。

表 10: 融资平台贷款及其变化

	2011H 贷款总额	2011H 平台贷款余额	2011H 平台贷占比	2010 贷款总额	2010 平台贷款余额	2010 平台贷占比	占比变化
工行	73340	9310	12.69	67903	6496	9.57	3.13
建行	61404	5800	9.45	56691	5410	9.54	-0.10
农行	53839	5300	9.84	49567	6000	12.10	-2.26
中行	62165	5315	8.55	56606	3800	6.71	1.84
交行	24331	3083	12.67	22369	1774	7.93	4.74
招行	15548	1246	8.01	14315	1300	9.08	-1.07
中信	13548	1700	12.55	12624	1184	9.38	3.17
浦发	12374	0	0.00	11465	1200	10.47	na
民生	11423	1721	15.07	9716	770	7.93	7.14
兴业	9295	642	6.91	8543	1590	18.61	-11.70
光大	8506	0	0.00	7788	1800	23.11	na
华夏	5707	800	14.02	5279	831	15.74	-1.72
深发展	4485	330	7.36	4074	550	13.50	-6.14
北京	3755	600	15.98	3347	1000	29.87	-13.90
宁波	1137	0	0.00	1016	56	5.51	na
南京	939	169	18.00	839	193	23.01	-5.01
合计	339779	36016	10.60	332144	33954	10.22	0.38

资料来源：公司数据，宏源证券

2、小企业贷款：短期见收益，中期控风险

2011 年上半年，多数银行都集中精力开展中小企业业务，一方面是响应国家政策号召，另一个重要原因是中小企业贷款利率上浮程度要远高于大型企业。以招行为例，上半年招行对中小企业新发放贷款加权平均利率上浮 29.96%，据我们调研，对一般省属大型企业贷款利率上浮 10%，央企贷款利率上浮 5%，在资金紧张的背景下，银行愿意将贷款投向中小企业。

根据各家银行中报统计，上半年，华夏银行小企业专营机构贷款增长接近 80%，招行增长 51%，交行和中行都在 30% 以上；而中小企业口径下，光大银行贷款增长接近 31%。披露的不良数据都是双降。所以，上半年净息差的反弹和中小企业贷款利率上浮关系重大。

但是中期看，如果此轮经济调整不能很快走出低谷，中小企业的财务压力将非常大，银行不良将增加。从 2008 年金融危机统计数据看，长三角、珠三角地区的中小企业倒闭概率更大，销售额在 1000-3000 万的企业风险更大，加工贸易类企业风险大于其他行业。

对于中小企业贷款，政策会持支持态度，但风险还是需要溢价来补偿。

表 11: 小企业口径下贷款增长和不良变化

亿元、户	2010		2011H		贷款 增长%	不良率	
	贷款余额	客户数	贷款余额	客户数		2010	2011H
工行		63081		75982			
农行	4610.81	31000	4900.91	41000	6.29		
中行	2393.57	20200	3239.70	29900	35.35	2.79%	2.01%
交行	863.20	28480	1197.00	35571	38.67		
招行	185.25	3135	280.23	4769	51.27		
中信	680.70		870.50		27.88	0.39%	0.32%
兴业	3581.83		3305.98		-7.70		
华夏	184.98	2981	332.94	5193	79.99		
南京	177.38		226.35		27.61		

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 12: 中小企业口径下贷款增长和不良变化

亿元	2010	2011H	增长%	2010	2011H
	贷款余额	贷款余额		不良率	不良率
建行	15852.20	17351.01	9.45		
招行	3884.18	4337.96	11.68	1.18%	1.32%
浦发	4770.45	5593.00	17.24		
民生	795.32	913.87	14.91	0.60%	0.53%
光大	1122.00	1469.00	30.93		
北京	1207.50	1361.35	12.74		

资料来源: 公司数据, 宏源证券

3、资产质量——上市银行数据

从不良看, 16 家上市银行 2011 年中期不良贷款为 3600 亿元, 比年初下降 200 亿元, 不良率为 0.99%, 下降 0.15 个百分点, 关注类贷款为 10400 亿元, 和年初基本持平。

表 13: 不良历史数据

百亿元	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
正常	1,646	1,521	1,918	2,075	2,658	2,975	3,188	3,478
关注	103	70	120	69	104	103	104	104
次级	19	13	23	14	17	14	14	14
可疑	42	17	21	15	21	19	18	16
损失	60	5	5	4	6	6	6	6
不良贷款	121	35	50	33	44	40	38	36
贷款合计	1,869	1,626	2,087	2,177	2,806	3,118	3,330	3,618

注: 08 年和 09 年中报数据不包括农行和光大银行

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 14: 五级分类

	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
正常	88.05%	93.54%	91.89%	95.29%	94.74%	95.41%	95.74%	96.14%
关注	5.49%	4.31%	5.74%	3.18%	3.69%	3.32%	3.12%	2.87%
次级	0.99%	0.79%	1.11%	0.62%	0.62%	0.46%	0.42%	0.38%
可疑	2.24%	1.06%	1.02%	0.70%	0.74%	0.63%	0.54%	0.45%
损失	3.23%	0.31%	0.25%	0.21%	0.20%	0.19%	0.18%	0.17%
不良贷款	6.46%	2.15%	2.38%	1.53%	1.57%	1.28%	1.14%	0.99%
贷款合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注: 08 年和 09 年中报数据不包括农行和光大银行

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 15: 不良生成率较低

亿元	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
不良余额变化	-511	-202	-7,107	-201	-561	-425	-187	-196
核销	365	111	448	219	405	131	307	66
新增不良 (除核销) / 贷款平均余额	-0.38%	-0.13%	-3.59%	-0.10%	-0.23%	-0.15%	-0.06%	-0.06%
新增不良 (含核销) / 贷款平均余额	-0.11%	-0.06%	-3.37%	0.01%	-0.06%	-0.10%	0.04%	-0.04%
新增不良 (除核销) / 上年新增贷款	-2.06%	-1.39%	-32.63%	-0.45%	-0.78%	-1.40%	-0.36%	-0.68%
新增不良 (含核销) / 上年新增贷款	-0.59%	-0.62%	-30.57%	0.04%	-0.22%	-0.97%	0.23%	-0.45%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

看逾期贷款数据, 上半年逾期贷款增长 5.9%, 达到 4025 亿, 其中逾期 1 天到 90 天的占比提高 7.67 个百分点且增长 29.92%, 虽然我们不能说上市银行资产质量出现问题, 但可以判断企业偿付能力确实出现一些问题, 逾期还款现象增多。具体看, 16 家上市银行中, 只有农行和北京银行逾期贷款增速下降, 宁波银行、民生银行等中小企业贷款做的较多的银行逾期贷款增长都在 15% 以上。

表 16: 15 家上市银行合计逾期贷款变化

亿元, %	2010		2011H		YOY%
	金额	占比	金额	占比	
逾期 1 至 90 天(含)	1028.62	32.41	1336.42	40.07	29.92
逾期 91 至 360 天(含)	360.23	11.35	359.07	10.77	-0.32
逾期 361 天至 3 年(含)	1004.71	31.65	824.65	24.73	-17.92
逾期 3 年以上	780.67	24.59	814.70	24.43	4.36
合 计	3174.23	100.00	3334.84	100.00	5.06

注: 由于中行未披露细项数据, 故未包括。

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 17: 上市银行逾期贷款汇总

百万元	2010	2011H	YOY
工行	102298	104326	1.98%
建行	56255	61930	10.09%
中行	62708	69061	10.13%
农行	75744	72886	-3.77%
光大	9937	11713	17.88%
交行	20911	21961	5.02%
深发展	4217	4898	16.16%
华夏	4319	4371	1.19%
民生	7996	9972	24.71%
招行	12159	14527	19.48%
南京	414	421	1.71%
北京	2207	2172	-1.59%
宁波	635	838	31.94%
兴业	4736	5107	7.83%
中信	10579	12233	15.63%
浦发	5016	6129	22.19%
合计	380131	402545	5.90%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

上市银行的拨备覆盖率都在 200%以上, 而拨贷比达到 2.5%的不多, 只有农行、工行、建行、华夏银行拨贷比在 2.5%以上, 光大银行、民生银行、招行、南京银行接近 2.5%, 中行和交行也接近 2.5%, 但由于其系统性重要银行的地位, 拨贷比要求在 2013 年底达标, 每年计提压力不小。

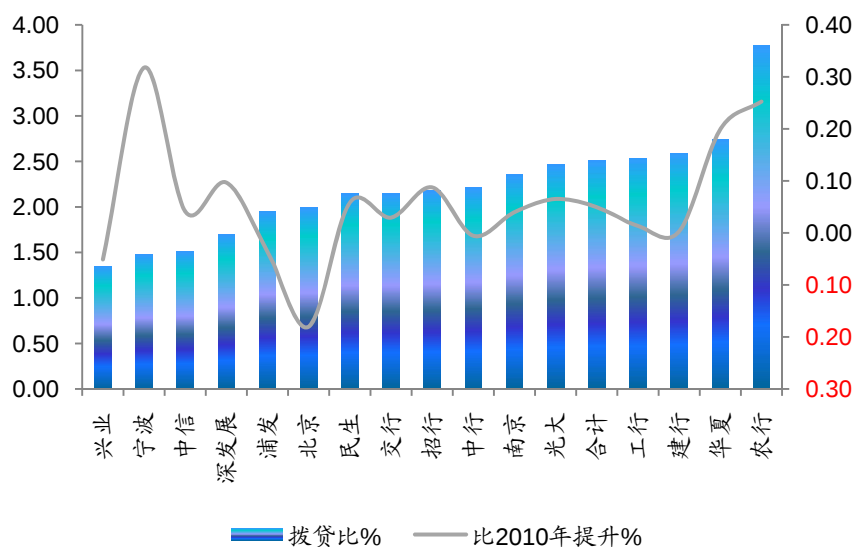
我们对拨贷比影响进行了测算, 作为 2011 年中报盈余质量的主要参考指标。如果上市银行均达标, 那么行业净利润增长将由现在的 34.34%下降到 14.04%, 对深发展、宁波、兴业、中信和浦发银行的影响将非常大。假设 2013 年达标, 行业拨贷比缺口对中期净利润的影响在 7.56%, 假设 2016 年达标, 对中期净利润的影响在 1.94%。我们以系统性重要银行到 2013 年底达标, 非系统性重要银行在 2016 年底达标计算, 2012 年行业拨备缺口在 216 亿元, 占 2011 年预计行业净利润 8611 亿元的 2.51%, 行业压力不大, 但是个股压力较大。

除了直接补提拨备外, 银行还可以通过减少核销和加大清收来提高拨备, 所以预计拨备缺口对行业净利润的影响将小于 2.6%。

表 18: 上市银行拨备覆盖率

%	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
深发展 A	53.75	105.14	133.07	161.84	224.09	271.5	379.74
宁波银行	323.44	152.5	160.41	170.06	205.69	196.15	210.11
浦发银行	215.08	192.49	216.03	245.93	302.26	380.56	452.85
华夏银行	126.12	151.22	153.36	166.84	194.12	209.04	271.23
民生银行	114.2	150.04	169.93	206.04	229.42	270.45	334.3
招商银行	216.13	223.29	241.39	246.66	297.59	302.41	348.41
南京银行	191.86	170.05	164.68	173.74	203.69	234.71	270.03
兴业银行	174.38	226.58	218.78	254.93	278.8	325.51	379.96
北京银行	140.92	180.23	200.41	215.69	255.13	307.12	334.24
农业银行		63.5317		105.37	136.11	168.05	217.58
交通银行	107.65	116.83	123	151.05	161.17	185.84	213.89
工商银行	116.08	130.15	138.2	164.41	189.81	228.2	261.14
光大银行		151.2467		194.6622	238.14	313.38	358.61
建设银行	117.23	131.58	150.51	175.77	204.72	221.14	244.68
中国银行	120.39	121.72	138.96	151.17	188.44	196.67	217.29
中信银行	115.41	150.03	150.05	149.36	169.92	213.51	238.23

资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 9: 部分上市银行拨贷比达标


资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 19: 上市银行拨备缺口对净利润影响测算

亿元	拨贷比%	假设拨贷比达标			假设 2013 年达标		假设 2016 年达标		2012 年影响额
		总缺口	剔除缺口后 2011H 净利润增速	2011H 原增速	每年影响额	占 2011H 净利	每年影响额	占 2011H 净利	
工行	2.54	25.74	28.96%	28.96%					
建行	2.59	54.03	31.33%	31.33%					
中行	2.21	-170.31	-2.34%	28.98%	-85.15	-12.14%			-85.15
农行	3.78	646.11	45.39%	45.39%					
光大	2.47	-2.60	31.13%	34.93%	-1.30	-1.41%	-0.52	-0.56%	-0.52
交行	2.15	-81.48	-10.42%	29.47%	-40.74	-15.40%			-40.74
深发展	1.70	-34.46	-57.60%	56.00%	-17.23	-36.41%	-6.89	-14.56%	-6.89
华夏	2.74	12.91	41.89%	41.89%					
民生	2.14	-38.81	14.01%	57.51%	-19.41	-13.81%	-7.76	-5.52%	-7.76
招行	2.18	-48.02	4.51%	40.88%	-24.01	-12.91%	-9.60	-5.16%	-9.60
南京	2.36	-1.25	22.82%	33.27%	-0.63	-3.92%	-0.25	-1.57%	-0.25
北京	2.00	-18.11	-15.75%	30.64%	-9.05	-17.76%	-3.62	-7.10%	-3.62
宁波	1.48	-11.17	-57.38%	31.09%	-5.58	-33.74%	-2.23	-13.50%	-2.23
兴业	1.35	-103.25	-78.01%	39.80%	-51.63	-42.14%	-20.65	-16.85%	-20.65
中信	1.51	-129.49	-78.56%	40.91%	-64.75	-42.39%	-25.90	-16.96%	-25.90
浦发	1.95	-64.61	-28.99%	42.15%	-32.31	-25.02%	-12.92	-10.01%	-12.92
合计	2.51	-703.56	14.04%	34.34%	-351.78	-7.56%	-90.36	-1.94%	-216.25

注: 2012 年影响额按照系统性重要银行分 2 年分摊缺口, 非系统性重要银行分 5 年分摊缺口计算。

资料来源: 公司数据, 宏源证券

4、资产质量——其他行业数据

房地产上市公司 134 家、中小板上市公司 462 家和创业板公司 258 家分别组成 3 组样本。从目前数据看, 房地产企业筹资现金流确实紧张, 表现为借款减少而偿债支付的现金增加, 筹资现金流净流量大幅减少, 同时财务费用上升 36.81%, 利润总额增长 12.57%, 已获利息倍数同比下降 1.85 到 9.61 倍, 虽然偿还利息的能力依然很强, 但是比最好的事情下降了不少。短期看, 大型上市房地产企业依然有较好的偿债能力。

中小企业样本公司借款和偿债都保持稳定, 财务费用适度增长, 低于利润总额增长, 经营活动和投资活动对现金的需求依然强劲, 偿债能力指标很好。

创业板上市公司的样本整体表现出财务净收益, 我们抽查了财务收益在 1000 万元以上的公司, 公司的解释是存款利息增加, 我们认为随着募集资金的陆续投入使用, 利息收入将逐渐消失。如果利息收入还能持续, 只能说明公司没有好的投资项目, 再融资只是盲目圈钱。

综上, 从三个样本看, 房地产企业虽然出现一些困难, 但偿债能力依然良好, 中小企业已进入正常发展轨道, 创业板公司未来需要将募集资金投入到项目中去, 以投资回报股东。短期看, 以中国实体经济中的较为优秀的上市公司为样本, 偿债能力并不是很糟。

表 20：房地产上市公司样本现金流和偿债能力指标

亿元	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	同比增长
取得借款收到的现金	961.20	1962.66	1224.98	2735.87	1770.72	3374.16	1758.50	-0.69%
偿还债务支付的现金	557.10	1567.24	1058.67	2257.76	844.25	1813.86	1170.71	38.67%
财务费用	20.80	51.89	23.57	48.84	28.79	69.64	39.39	36.81%
利润总额	186.27	397.09	232.04	627.08	301.11	820.38	338.95	12.57%
经营活动现金净流量	-339.94	-377.16	398.09	516.19	-828.66	-872.75	-514.30	na
投资活动现金净流量	-102.10	-211.82	-11.09	-202.62	-70.04	-232.00	-130.21	na
筹资活动现金净流量	472.67	626.72	123.38	574.28	853.51	1402.10	482.87	-43.43%
期末现金及现金等价物余额	964.11	1017.14	1539.88	1947.14	1909.76	2251.37	2099.96	9.96%
已获利息倍数-倍	9.96	8.65	10.84	13.84	11.46	12.78	9.61	-1.85

资料来源：wind，宏源证券

表 21：中小企业上市公司样本现金流和偿债能力指标

亿元	2009H	2009	2010H	2010	2011H	同比增长
取得借款收到的现金	948.54	1888.06	1012.90	2032.57	1318.97	30.22%
偿还债务支付的现金	811.09	1644.09	833.94	1789.20	951.08	14.05%
财务费用	26.67	52.19	28.92	57.49	34.35	18.78%
利润总额	256.92	634.09	376.70	870.57	476.32	26.45%
经营活动现金净流量	238.47	745.09	-71.66	932.31	-103.58	na
投资活动现金净流量	-220.40	-791.65	-392.81	-859.90	-675.00	na
筹资活动现金净流量	98.30	649.49	1180.76	1680.95	317.41	-73.12%
期末现金及现金等价物余额	1327.24	1810.90	2540.36	3572.32	3098.89	21.99%
已获利息倍数-倍	10.63	13.15	14.02	16.14	14.87	0.84

资料来源：wind，宏源证券

表 22：创业板上市公司样本现金流和偿债能力指标

亿元	2009	2010H	2010	2011H	同比增长
取得借款收到的现金	211.57	114.19	232.42	119.84	4.95%
偿还债务支付的现金	181.41	108.26	228.51	118.18	9.16%
财务费用	7.10	3.91	2.09	-7.09	-281.58%
利润总额	152.02	87.24	205.58	109.10	25.05%
经营活动现金净流量	117.03	10.45	86.80	-50.65	-584.83%
投资活动现金净流量	-87.40	-80.41	-207.09	-146.03	na
筹资活动现金净流量	253.65	372.67	896.65	444.65	19.32%
期末现金及现金等价物余额	397.54	700.51	1173.77	1428.10	103.86%
已获利息倍数-倍	22.40	23.33	99.56	-14.38	na

资料来源：wind，宏源证券

5、从表外业务看风险

尽管银监会不断要求表外业务表内化,但是上半年 15 家上市银行主要表外资产规模 11.67 万亿,比年初增长 19.88%,占资产比例为 19.85%,是股东权益的 3.53 倍,分别比 2010 年底提高 1.50 个百分点和 0.36 倍。我们判断,管理层从风险角度考虑,会继续强化对表外风险的管理,对表外业务占比高的银行会有影响。但是,总体上这部分风险还是可控的,因为占比 40%的承兑汇票已经进入监管视野,而保证金存款需要上缴存款准备金也会在某种程度上制约

承兑汇票业务量（关键还是需求增加）。

表 23：上市银行主要表外项目数据

2011H	贷款承诺	承兑汇票	信用证	开出保函	未使用的信用卡额度	小计	表外占资产		表外占股东权益	
							比例	比 10 年提高	比例	比 10 年提高
深发展		2850	36	59	120	3065	35.97%	-0.21%	8.03	0.18
宁波	140	340	68	18		566	21.58%	3.45%	3.34	0.34
浦发	0	3761	520	468	353	5102	20.78%	2.04%	3.82	0.49
华夏	0	2300	457	91	73	2922	25.61%	2.77%	4.97	-1.73
民生	23	4305	441	616	248	5634	26.07%	3.42%	4.82	0.90
招商	433	4734	715	1064	1373	8320	31.48%	4.08%	5.72	0.81
南京		564	37	48	9	658	24.95%	3.56%	3.31	0.81
兴业		2476	363	117	348	3303	15.81%	2.43%	3.25	0.56
北京		563	30	224	85	901	11.05%	0.42%	1.96	0.13
农业	11845	3745	1860	1034	1921	20405	17.80%	1.93%	3.46	0.44
交通	2775	4276	501	2186		9737	22.40%	1.18%	3.92	0.17
工商	7551	3307	3568	2697	3227	20349	13.66%	1.41%	2.37	0.36
光大	877	3168	699	560	12	5316	31.98%	1.59%	6.13	0.59
中行	7372	5516	2036	7083	90	22097	19.24%	-0.14%	3.14	0.14
中信	773	4826	1389	797	523	8309	37.01%	2.25%	5.95	0.14

资料来源：公司数据，宏源证券

（三）存款及其结构

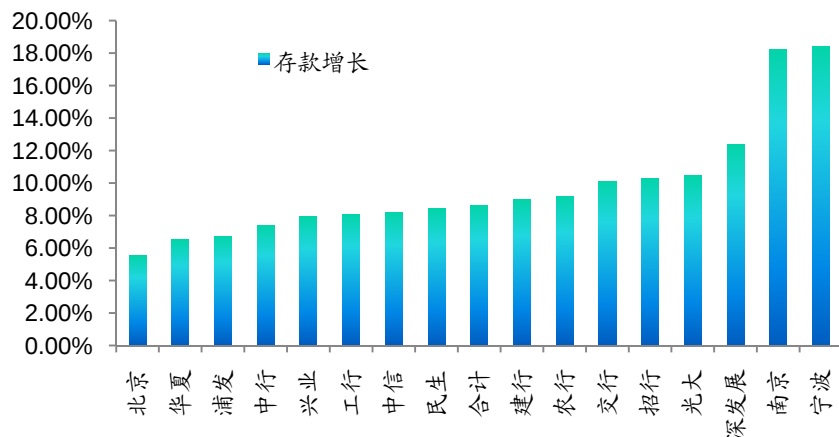
上半年上市银行总存款增长 8.61%，达到 54.89 万亿，大型银行存款优势明显。上市银行活期存款增长 6.5%，定期存款增长 10.21%。

银行之间表现出分化，存款基础一般的中小银行加大了吸储力度，比如宁波、南京和深发展，存款增长都在 12% 以上；另一类是存款基础好的大型银行和零售龙头招行，存款增长都在 9% 以上。活期存款增长最快的民生，其次是宁波和招行。从期限上看，上市银行总体活期存款占比下降 1.6 个百分点，只有招行和民生银行活期存款占比提高。

从结构上看，行业整体零售存款占比 41.39%，比年初下降 0.06 个百分点；南京、深发展、民生等银行零售存款占比提升，中行下降最快。

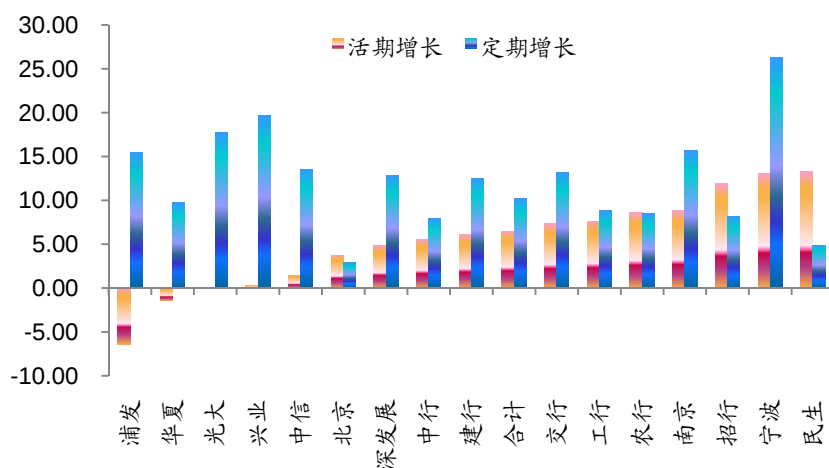
从存款看，民生银行改善最为明显，招行的零售龙头地位保证了存款增长和活期占比稳定，大型银行由于渠道优势，存款压力较小。

图 10: 上市银行存款增长 8.61%



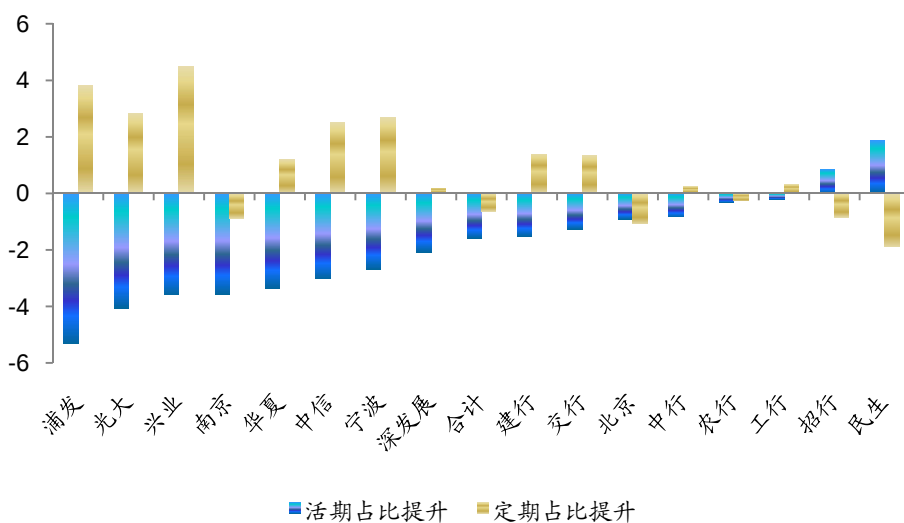
资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 11: 活期和定期存款增长



资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 12: 活期和定期存款占比提升



资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 24: 上市银行零售存款增长情况

亿元	2009	2010H	2010	2011H	增长%	2011H 占比	比年初占比提升
招行	6390	6752	7036	7572	7.62	36.18	-0.90
兴业	1469	1587	1858	2018	8.58	16.50	0.09
工行	46604	51469	52437	57350	9.37	47.60	-0.47
北京	744	877	999	1054	5.53	17.91	0.00
建行	35847	38882	40551	44249	9.12	44.73	0.05
交行	7892	8620	9063	9806	8.20	31.05	1.19
南京	136	176	185	253	36.31	15.31	2.03
中行	31799	34206	34533	35607	3.11	43.98	-1.83
中信	2441	2798	3008	3283	9.14	17.52	0.15
深发展	354	795	808	1027	27.04	16.24	1.88
宁波	241	265	287	330	14.98	19.13	-0.58
浦发	2167	2478	2761	3022	9.45	17.26	0.41
华夏	835	1040	1139	1274	11.89	15.59	0.75
农行	43655	48033	50652	55647	9.86	57.33	0.34
光大	1320	na	1664	1912	14.92	16.82	1.16
民生	1941	2166	2312	2789	20.62	18.15	1.83
合计	183835	200141	209294	227193	8.55	41.39	-0.06

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 25: 保证金存款占比提升

亿元	2011H			2010			存款增速	保证金存款	
	存款	保证金存款	保证金占比	存款合计	保证金存款	保证金占比		增速	占比提高
工行	120471	4786	3.97%	111455	3782	3.39%	8.09%	26.55%	0.58%
建行	98921	3955	4.00%	90754	2967	3.27%	9.00%	33.29%	0.73%
农行	97066	2479	2.55%	88879	1683	1.89%	9.21%	47.32%	0.66%
中行	80964	4718	5.83%	75392	3942	5.23%	7.39%	19.68%	0.60%
交行	31580	3573	11.32%	28678	2794	9.74%	10.12%	27.88%	1.57%
民生	15366	2758	17.95%	14169	1783	12.59%	8.44%	54.67%	5.37%
华夏	8176	1356	16.59%	7676	1101	14.34%	6.51%	23.17%	2.24%
浦发	17509	1862	10.63%	16405	1549	9.44%	6.73%	20.22%	1.19%
深发展	6325	1754	27.73%	5629	1434	25.47%	12.36%	22.32%	2.26%
光大	11373	1679	14.77%	10297	1407	13.66%	10.45%	19.41%	1.11%
兴业	12230	1341	10.96%	11328	835	7.37%	7.96%	60.55%	3.59%
中信	18732	3291	17.57%	17308	2901	16.76%	8.23%	13.44%	0.81%
招行	20928	1950	9.32%	18972	1482	7.81%	10.31%	31.61%	1.51%
南京	1652	316	19.12%	1397	204	14.62%	18.23%	54.62%	4.50%
北京	5886	355	6.04%	5577	227	4.07%	5.54%	56.73%	1.97%
宁波	1727	213	12.33%	1458	156	10.68%	18.44%	36.71%	1.65%
合计	548906	36388	6.63%	505374	28247	5.59%	8.61%	28.82%	1.04%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 26：存款准备金抽血对中小银行影响大

亿元	缴存比例	100%缴存		60%缴存		20%缴存	
		缴存数	占比存款	缴存数	占比存款	缴存数	占比存款
工行	21.50%	1028.96	0.85%	617.38	0.51%	205.79	0.17%
建行	21.50%	850.39	0.86%	510.23	0.52%	170.08	0.17%
农行	21.50%	533.09	0.55%	319.85	0.33%	106.62	0.11%
中行	21.50%	1014.40	1.25%	608.64	0.75%	202.88	0.25%
交行	21.50%	768.29	2.43%	460.97	1.46%	153.66	0.49%
民生	19.5%	537.87	3.50%	322.72	2.10%	107.57	0.70%
华夏	19.5%	264.46	3.23%	158.68	1.94%	52.89	0.65%
浦发	19.5%	363.04	2.07%	217.83	1.24%	72.61	0.41%
深发展	19.5%	341.98	5.41%	205.19	3.24%	68.40	1.08%
光大	19.5%	327.50	2.88%	196.50	1.73%	65.50	0.58%
兴业	19.5%	261.47	2.14%	156.88	1.28%	52.29	0.43%
中信	19.5%	641.82	3.43%	385.09	2.06%	128.36	0.69%
招行	19.5%	380.25	1.82%	228.15	1.09%	76.05	0.36%
南京	19.5%	61.58	3.73%	36.95	2.24%	12.32	0.75%
北京	19.5%	69.31	1.18%	41.59	0.71%	13.86	0.24%
宁波	19.5%	41.52	2.40%	24.91	1.44%	8.30	0.48%
合计		7485.95	1.36%	4491.57	0.82%	1497.19	0.27%

资料来源：公司数据，宏源证券

三、净息差：继续反弹，高点即将来临

（一）中期表现

2011 年二季度，上市银行净息差年化最高为民生银行，为 3.23%，达到 2008 年高点水平，其次，招行为 2.99%，中信银行为 2.89%，列第三位。上市银行净息差如我们判断，股份制银行最先接近 2008 年高点。城商行的净息差依然较弱，最高为南京银行，仅 2.64%。大型银行中农行净息差最好，为 2.74%。

上半年净息差反弹的主要原因是贷款议价能力提升，同时部分银行同业业务收益率显著上升。

表 27：上市银行单季度 NIM 年化数据

	工行	建行	中行	农行	光大	交行	深发展	华夏	民生	招行	南京	北京	宁波	兴业	中信	浦发
2008Q1	3.10%	3.35%	2.83%			3.22%	3.40%	2.84%	2.83%	3.64%	3.27%	3.05%	3.56%	3.05%	3.49%	3.35%
2008Q2	2.95%	3.38%	2.71%			3.03%	3.06%	2.89%	3.23%	3.65%	3.11%	3.04%	3.56%	3.13%	3.54%	3.25%
2008Q3	2.87%	3.29%	2.66%			3.00%	2.98%	2.71%	3.15%	3.29%	2.92%	3.14%	3.58%	2.99%	3.52%	3.25%
2008Q4	2.88%	3.16%	2.56%			2.53%	2.81%	2.26%	2.96%	3.19%	3.18%	2.87%	3.13%	2.70%	3.07%	2.75%
2009Q1	2.30%	2.59%	2.10%			2.10%	2.73%	1.88%	2.54%	2.33%	2.68%	2.42%	2.96%	2.11%	2.43%	2.10%
2009Q2	2.14%	2.39%	1.98%			1.98%	2.37%	1.93%	2.28%	2.00%	2.63%	2.29%	2.89%	2.18%	2.62%	2.07%
2009Q3	2.22%	2.37%	2.08%			2.18%	2.41%	2.11%	2.57%	2.15%	2.51%	2.37%	2.87%	2.38%	2.66%	2.26%
2009Q4	2.38%	2.44%	2.13%			2.44%	2.48%	2.19%	2.81%	2.29%	2.63%	2.37%	2.92%	2.50%	3.02%	2.44%
2010Q1	2.32%	2.38%	2.03%			2.30%	2.47%	2.38%	2.95%	2.42%	2.57%	2.40%	2.76%	2.44%	2.48%	2.42%
2010Q2	2.42%	2.45%	2.05%			2.38%	2.54%	2.47%	3.03%	2.55%	2.51%	2.36%	2.60%	2.46%	2.60%	2.53%
2010Q3	2.45%	2.54%	2.08%	2.60%	2.36%	2.38%	2.59%	2.42%	2.93%	2.58%	2.49%	2.25%	2.44%	2.29%	2.62%	2.62%
2010Q4	2.53%	2.67%	2.18%	2.76%	2.40%	2.51%	2.60%	2.54%	3.00%	2.81%	2.54%	2.33%	2.38%	2.38%	2.72%	2.52%
2011Q1	2.54%	2.67%	2.08%	2.74%	2.52%	2.44%	2.82%	2.51%	2.91%	2.88%	2.59%	2.31%	2.29%	2.14%	2.79%	2.49%
2011Q2	2.52%	2.65%	2.10%	2.74%	2.48%	2.50%	2.66%	2.76%	3.23%	2.99%	2.64%	2.38%	2.48%	2.31%	2.89%	2.55%

资料来源：公司数据，宏源证券

（二）行业和个股 NIM 走势判断

由于今年中期和去年基本上都是处于加息周期中，上市银行利率风险控制手段基本相同，期限结构未发生大变化，以 14 家上市银行为样本，在今年三季度，如果基准利率变化，存款成本先行上升，行业仍会面临短暂的息差压力，但是短期贷款在 7 月份会有一部分重新定价，可以缓解净息差压力。

看各家银行，由于期限结构的原因，三季度，民生、中信和深发展的净息差改善空间更大（不包括华夏和招行）。民生银行的贷款久期相对较短，期限结构可调节空间更大，深发展和中信银行在 3-12 个月的期限中，利率风险敞口依然为正，即使不主动调整目前的资产负债结构，也可以保证 NIM 提高。

我们预计，下半年由于短期贷款重定价原因，行业净息差有望保持稳定且小幅上升。本轮加息周期已到末期，未来期间的负利率依然存在，存款难以回流银行体系，利率市场化威胁存在，行业净息差高点将随着明年按揭贷款重定价完成而到来。当然，对于净息差，关键因素在供需矛盾，如果经济持续低迷，企业投资意愿下降，政策会迫使银行让利于宏观经济。

表 28：14 家上市银行样本的利率敏感性缺口统计

百万元	3 个月内	3 个月至 1 年	1 至 5 年	5 年以上	不计息	合计
2011H	-10,528,558	8,657,422	1,606,910	3,678,430	不适用	不适用
2010	-10,287,764	8,225,010	1,657,452	3,594,585	不适用	不适用

注：招行未披露数据，华夏银行期限口径不一致，故未包括。

资料来源：公司数据，宏源证券

表 29: 利率风险敞口

百万元	3 个月内	3 个月至 1 年	1 至 5 年	5 年以上	不计息	合计
交行	-303302	381238	6555	165650	-1731	248410
深发展	18325	9056	652	7662	不适用	不适用
建行	-3159465	2499948	554273	770625	73295	738676
浦发	-156373	256122	-16029	60729	-10808	133641
民生	240352	-193998	45661	19640	-289	111366
光大	-314770	295317	62628	33589	9978	86743
北京	-131073	63996	50452	59487	-427	42435
南京	-24248	11428	9843	20849	41	17913
宁波	-24431	26402	2785	10247	1938	16940
农行	-971198	565978	-67602	950636	3402	481216
工行	-3470750	2268922	843816	1142328	不适用	不适用
中行	-2041818	2036560	121682	436300	150401	703125
中信	20312	138442	-11966	2862	-9993	139657
兴业	-210119	298011	4160	-2174	6785	96663

资料来源: 公司数据, 宏源证券

四、资本状况: 部分银行需要补充资本, 整体压力不大

如果中国版巴塞尔协议III实施, 三个最低资本充足率要求, 即核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别不低于 5%、6%和 8%; 正常条件下系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率分别不低于 11.5%和 10.5%。看中报的资本充足率状况, 民生银行、深发展银行和光大银行低于 11%, 核心资本充足率数据显示, 民生银行、深发展、招行和光大银行较低。截至目前, 上述几家银行已有再融资计划。

表 30: 部分上市银行再融资方案

	方案	募集资金-亿元	再融资后的 CCAR	再融资后 CAR
民生	A 股可转债+H 股	290	9.52%	12.43%
招行	10 配 2.2 股	350	10.40%	12.89%
光大	H 股	120	9.25%	11.87%
深发展	定增	200	10.35%	13.80%
北京	定增	118	12.54%	15.20%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 31: 上市银行资本充足率数据

%	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
深发展 A	8.53	8.58	8.62	8.88	10.41	10.19	10.58
宁波银行	17.02	16.15	12.84	10.75	10.81	16.2	14.62
浦发银行	8.66	9.06	8.11	10.34	10.24	12.02	11.5
华夏银行	8.22	11.4	10.36	10.2	10.57	10.58	13.32
民生银行	9.21	9.22	8.48	10.83	10.77	10.44	10.73
招商银行	10.41	11.34	10.63	10.45	11.6	11.47	11.05
南京银行	25.59	24.12	15.2	13.9	11.59	14.63	12.43
兴业银行	10.85	11.24	9.21	10.75	11.96	11.22	11.22
北京银行	19.14	19.66	16.12	14.35	12.47	12.62	12.27
农业银行		9.41		10.07	8.31	11.59	11.91
交通银行	14.06	13.47	12.57	12	12.17	12.36	12.2
工商银行	12.46	13.06	12.09	12.36	11.34	12.27	12.33
光大银行		9.1		10.39	9.36	11.02	10.82
建设银行	12.06	12.16	11.97	11.7	11.68	12.68	12.51
中国银行	13.78	13.43	11.53	11.14	11.73	12.58	12.95
中信银行	14.28	14.32	12.04	10.14	10.95	11.31	11.4

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 32: 上市银行核心资本充足率数据

%	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
深发展 A	6.15	5.27	5.08	5.52	7.2	7.1	7.01
宁波银行	15.5	14.6	11.56	9.58	9.04	12.5	11.46
浦发银行	4.95	5.03	4.68	6.9	7.01	9.37	9.16
华夏银行	4.51	7.46	6.84	6.84	6.49	6.65	9.8
民生银行	6.57	6.6	5.9	8.92	8.32	8.07	7.75
招商银行	8.83	6.56	6.5	6.63	8.05	8.04	7.81
南京银行	22.56	20.68	13.31	12.77	10.53	13.75	11.63
兴业银行	8.49	8.94	7.41	7.91	9.29	8.8	8.24
北京银行	16.18	16.42	13.48	12.38	10.75	10.51	9.68
农业银行		8.04		7.74	6.72	9.75	9.36
交通银行	9.98	9.54	8.81	8.15	8.94	9.37	9.41
工商银行	10.33	10.75	9.97	9.9	9.41	9.97	9.82
光大银行		5.98		6.84	6.4	8.15	8.06
建设银行	10.08	10.17	9.3	9.31	9.27	10.4	10.42
中国银行	10.85	10.81	9.43	9.07	9.33	10.09	10.01
中信银行	12.34	12.32	10.45	9.17	8.26	8.45	8.87

资料来源: 公司数据, 宏源证券

五、经营效率提高

（一）成本收入比下降

中报显示，上市银行上半年成本收入比为 28.95%，同比下降 2.27 个百分点，除南京银行成本收入比提升 1.21 个百分点外，其他银行均下降，主要是收入增长快于成本支出增长。我们预计全年成本收入比在 30%，比中期略有提高。

表 33：成本收入比趋势

	2009H	2009	2010H	2010	2011H	同比下降
深发展 A	39.29%	41.76%	42.26%	40.84%	36.30%	-5.96%
宁波银行	41.81%	41.37%	37.19%	38.14%	35.92%	-1.26%
浦发银行	25.56%	35.99%	34.46%	33.06%	33.12%	-1.34%
华夏银行	44.41%	44.88%	42.88%	43.41%	42.59%	-0.29%
民生银行	33.47%	42.17%	37.46%	39.48%	33.01%	-4.46%
招商银行	42.24%	44.86%	35.05%	39.90%	32.63%	-2.43%
南京银行	26.45%	31.38%	28.54%	30.46%	29.75%	1.21%
兴业银行	34.29%	36.22%	31.01%	32.23%	28.76%	-2.26%
北京银行	19.79%	26.36%	25.52%	30.30%	23.00%	-2.52%
农业银行	36.86%	43.11%	37.65%	38.59%	33.25%	-4.40%
交通银行	27.18%	32.18%	27.54%	31.12%	26.44%	-1.10%
工商银行	29.69%	32.87%	28.18%	30.61%	25.52%	-2.66%
光大银行	na	39.30%	34.07%	35.44%	29.45%	-4.62%
建设银行	28.93%	32.90%	27.76%	31.47%	25.86%	-1.90%
中国银行	31.42%	34.92%	29.79%	34.16%	28.81%	-0.98%
中信银行	30.75%	39.95%	30.48%	33.82%	30.32%	-0.16%
合计	31.69%	36.23%	31.22%	33.95%	28.95%	-2.27%

资料来源：公司数据，宏源证券

（二）资产回报率分化

从 ROE 表现看，9 家上市银行中报年化 ROE 同比提高，其中提高幅度较大的是民生银行、中信银行、北京银行、深发展银行、招行和工行，建行、兴业银行和中行也略有提升。从趋势看，自从 2008 年中期以来，大部分银行 ROE 出现下滑，只有少数银行 2011 年中期年化 ROE 超过 2008 年中期以来的高点水平，如北京银行、工行、民生银行和中信银行。

以加权风险资产回报率为衡量指标，只有南京银行中报同比下滑，农行同比提高 0.22 个百分点、中信提高 0.21 个百分点，民生提高 0.16 个百分点。趋势看，工行、建行、农行、民生银行接近或超过前期高点，华夏银行处在改善通道中；股份制银行距离 2008 年高点还有一定距离，但中报都比去年同期好转。

表 34: 年化净资产回报率

	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	同比提高
北京	20.96	17.92	16.91	15.79	19.97	16.99	23.04	3.06
工行	23.70	19.40	21.75	20.14	24.56	22.10	26.09	1.53
光大		25.26		18.79	26.44	19.76	21.93	-4.51
华夏	28.00	15.17	11.99	13.04	19.13	18.22	18.10	-1.03
建行	26.82	20.88	23.00	20.90	25.00	21.54	25.96	0.96
交行	23.60	20.78	20.73	19.46	22.61	20.20	22.45	-0.16
民生	23.06	15.15	26.54	17.06	19.27	18.30	25.38	6.10
南京	15.66	13.71	14.09	13.23	19.05	14.97	16.47	-2.58
宁波	17.98	15.83	15.86	15.72	24.90	18.13	20.17	-4.73
农行				20.53	26.30	21.44	23.57	-2.73
浦发	40.54	35.77	30.65	24.11	25.25	20.09	20.11	-5.15
深发展	28.63	4.18	26.89	27.29	23.84	23.28	26.41	2.57
兴业	31.62	25.90	24.38	24.46	24.43	24.43	25.33	0.90
招行	36.42	28.58	20.19	21.17	24.27	22.73	26.62	2.36
中信	19.31	14.84	14.50	14.45	20.09	19.29	23.54	3.45
中行	19.55	14.23	17.39	16.44	19.79	18.02	20.25	0.46

注: 半年度数据已年化

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 35: 加权风险资产回报率

	2008	2009	2010H	2010	2011H	同比提高
北京	2.88%	1.95%	1.08%	1.74%	1.15%	0.07%
工行	2.33%	2.17%	1.26%	2.32%	1.35%	0.09%
光大	1.53%	1.13%	0.82%	1.37%	0.87%	0.05%
华夏	0.87%	0.87%	0.61%	1.15%	0.71%	0.10%
建行	2.21%	2.05%	1.26%	2.24%	1.41%	0.15%
交行	2.06%	1.59%	0.95%	1.62%	1.00%	0.06%
民生	1.03%	1.22%	0.78%	1.37%	0.94%	0.16%
南京	2.95%	1.71%	1.09%	1.77%	1.05%	-0.04%
宁波	2.31%	1.50%	1.10%	1.87%	1.13%	0.03%
农行	1.52%	1.49%	0.89%	1.76%	1.11%	0.22%
浦发	1.66%	1.40%	0.86%	1.50%	0.90%	0.04%
深发展	0.22%	1.40%	0.73%	1.36%	0.88%	0.15%
兴业	2.23%	1.86%	1.01%	1.87%	1.02%	0.01%
招行	2.28%	1.57%	0.98%	1.78%	1.12%	0.14%
中信	1.78%	1.39%	0.79%	1.55%	1.00%	0.21%
中行	1.60%	1.57%	0.93%	1.77%	1.02%	0.09%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

(三) 盈余质量：选股角度

为什么要以盈余质量为选股角度？

上市银行中报业绩表现出了高增长，而接近相同的净利润涨幅的银行，公告盈利后却有着不同的股价表现，这说明投资者很难再从利润角度选股，利润背后的质量才是选股的主要因素；以成长性为选股标准显然不适合在严格信贷管制下以及资本节约化道路上的中国上市银行；以转型为标准的选股角度是中长期策略；未来一段时间，中国的新监管标准将陆续执行，各家银行都会采取办法努力达标，这些新标准将在方方面面影响银行家的行为选择——分红、补提拨备、坏账确认，甚至再融资。管理层的行为选择是盈余质量的一个重要影响因素。

盈余质量的含义。2002 年，美国会计学会盈余质量的研讨会上将盈余质量定义为会计收益转化为现金流入能力的高低程度；会计学界的两位前辈 Dechow 和 Dichev 将盈余质量定义为应计项目同当期和相邻期间现金流量的实现相匹配的程度。FASB(1978)在财务会计概念公告第一号中指出：财务报告应当提供现在的、潜在的投资者和债权人以及其他使用者用以评价预期现金流入的数量、时间和不确定性的有用信息。所以，从简化点，我们以净利润减经营活动现金流量作为盈余质量的衡量指标，该指标为正，说明当期盈余未能创造有效的经营现金净流入，而该指标为负，说明当期盈余的质量较高，带来了有效的经营现金净流入。

从上市银行 2008 年中期至今的数据看，上市银行整体表现不错，在我们统计的 7 期中，净利润减经营活动现金流有 6 期为负数，说明整体上上市银行的盈余质量还是良好的，全部银行至少 3 期为负数。但银行之间表现出很大的差异性。南京银行表现出较高的盈余质量，净利润减经营活动现金净流量为负数的期数有 7 期，深发展和工行有 6 期，民生银行有 5 期。

表 36：上市银行盈余质量走势

	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	盈余质量高的期数
深发展 A	-7143.139	-23728.576	-1533.48	-27162.882	6066.557	-15462.479	-26842.153	6
宁波银行	20.6894	-4589.2912	-132.6863	-15084.473	634.824	-52860.59	8732.423	4
浦发银行	-15461.3017	-92988.1709	38.1571	-90266.7526	36899.7001	24685.5902	3159.386	3
华夏银行	-7997.7777	-46795.7917	68756.6227	43831.5848	15530.4312	-17285.7607	11779.4944	3
民生银行	-12027.924	-45309	49045	-44809	-53543	-19734	43331	5
招商银行	53867	-31723	-11252	-24861	14737	16880	-69504	4
南京银行	-1163.9109	-4733.0056	-5758.5853	-9838.7175	-20355.9338	-20587.93	-12860.796	7
兴业银行	72234.7369	8056.4939	15712.6586	-58566.2141	-74458.9504	-99131.1753	101606	3
北京银行	11054.296	5273.883	5192.422	-29357.813	-34917.968	-27037.665	-31185.032	4
农业银行	na	-233328	-164671	86027	-126974	184785	-314815	4
交通银行	-36323	-164811	-84160	-43536	43576	63339	16028	4
工商银行	-131253	-259762	133878	-274512	-398512	-112151	-127916	6
光大银行	na	-18734.221	na	-16862.296	17222.513	-865.773	1976.889	3
建设银行	83809	-88004	103946	-316743	-128168	-124330	160465	4
中国银行	69772	-359694	59761	205442	-109195	-199306	46070	3
中信银行	-86979	-126911	108882	22257	-690	-15546	7782	4
合计	-7591.331	-1487780.68	277704.109	-594042.563	-812147.827	-414608.783	-182192.789	6

资料来源：公司数据，宏源证券

六、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测和估值

我们保守调整了部分银行上全年盈利预测，16 家上市银行 2011 年预计实现净利润 8611 亿元，同比增长 26.8%，目前的 PE 和 PB 分别为 7.37 倍和 1.28 倍，估值安全边际较高。

表 37：盈利预测调整

	2011 新预测	2010 新预测	2013 新预测	2011 原预测	2012 原预测	2013 原预测	上调
深发展 A	10033	12575	14742	10033	12575	14742	0.00%
宁波银行	3128	4028	4881	3028	4164	5552	3.31%
浦发银行	24648	29885	37595	25993	31983	42860	-5.17%
华夏银行	8232	10326	12402	8232	10326	13447	0.00%
民生银行	23628	29552	36294	23628	29552	36294	0.00%
招商银行	33640	42470	51596	33640	42470	51596	0.00%
南京银行	2970	3689	4495	3163	3948	4820	-6.11%
兴业银行	24251	30849	36962	24399	29776	36050	-0.61%
北京银行	8852	11318	13358	8852	11318	13021	0.00%
交通银行	47280	55772	66156	47280	60233	75776	0.00%
工商银行	205216	252461	315055	201435	248779	311119	1.88%
建设银行	164869	196367	235632	159927	190046	230046	3.09%
中国银行	128468	150449	176731	131000	161129	197178	-1.93%
中信银行	28954	35478	42887	26880	32857	39948	7.72%
农业银行	130230	160888	195781	124289	150759	181460	4.78%
光大银行	16684	21998	25987	16211	22196	27573	2.92%
行业平均	861084	1048105	1270553	847991	1042110	1281482	1.54%

资料来源：公司数据，宏源证券

表 38: 上市银行 EPS 和 BVPS

	EPS				BVPS			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
深发展	0.98	1.23	1.92	2.40	4.00	6.54	11.82	14.13
宁波	0.51	0.81	1.08	1.40	3.38	5.52	6.38	7.43
浦发	0.71	1.03	1.32	1.60	3.64	6.59	7.99	9.66
华夏	0.75	1.20	1.20	1.51	6.06	7.11	9.23	10.50
民生	0.45	0.66	0.88	1.10	3.30	3.90	4.71	5.65
招商	0.85	1.19	1.56	1.97	4.30	6.21	7.53	9.08
南京	0.52	0.78	1.00	1.24	4.05	6.42	7.15	8.09
兴业	1.23	1.72	2.25	2.86	5.53	15.94	10.85	13.67
北京	0.90	1.09	1.21	1.55	6.03	6.83	8.48	9.74
交通	0.49	0.63	0.76	0.90	2.65	3.94	4.16	4.41
工商	0.37	0.47	0.58	0.72	1.93	2.35	2.76	3.21
建设	0.43	0.54	0.66	0.78	2.22	2.79	3.20	3.67
中国	0.29	0.37	0.44	0.51	1.84	2.31	2.59	2.90
中信	0.31	0.46	0.61	0.75	2.20	2.57	3.79	4.60
农业	0.20	0.29	0.40	0.50	1.06	1.67	2.02	2.44
光大	0.19	0.32	0.41	0.54	1.19	2.01	2.35	2.75

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 39: 上市银行估值

	收盘价	市盈率 (倍)				市净率(倍)			
	2011-9-4	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
深发展	16.93	17.24	13.80	8.84	7.05	4.24	2.59	1.43	1.20
宁波	9.80	19.39	12.17	9.03	7.02	2.90	1.77	1.54	1.32
浦发	9.29	13.11	9.04	7.03	5.80	2.55	1.41	1.16	0.96
华夏	10.36	13.75	8.63	8.62	6.87	1.71	1.46	1.12	0.99
民生	5.86	12.93	8.90	6.67	5.33	1.78	1.50	1.24	1.04
招商	11.91	14.09	9.97	7.64	6.05	2.77	1.92	1.58	1.31
南京	8.21	15.79	10.55	8.23	6.63	2.02	1.28	1.15	1.02
兴业	13.18	10.70	7.68	5.86	4.61	2.39	0.83	1.21	0.96
北京	9.71	10.73	8.89	8.02	6.28	1.61	1.42	1.15	1.00
交通	4.73	9.73	7.50	6.21	5.27	1.79	1.20	1.14	1.07
工商	4.10	11.13	8.66	7.01	5.70	2.12	1.74	1.49	1.28
建设	4.53	10.61	8.40	6.88	5.78	2.04	1.63	1.41	1.23
中国	2.97	10.26	7.94	6.78	5.79	1.61	1.29	1.15	1.03
中信	4.46	14.57	9.70	7.31	5.96	2.03	1.74	1.18	0.97
农业	2.58	12.89	8.83	6.44	5.21	2.44	1.55	1.28	1.06
光大	3.05	16.13	9.64	7.39	5.61	2.56	1.52	1.30	1.11
行业		13.32	9.39	7.37	5.93	2.29	1.55	1.28	1.10
国有		10.92	8.27	6.66	5.55	2.00	1.48	1.29	1.13
股份制		14.07	9.67	7.42	5.91	2.50	1.62	1.28	1.07
城商行		15.30	10.54	8.43	6.64	2.18	1.49	1.28	1.11

资料来源: 公司数据, 宏源证券

（二）选股角度和投资建议

本报告以盈余质量为选股角度，不仅包括净利润和经营现金净流量的关系，也包括目前监管政策对银行未来业绩的影响，还包括银行经营转型，在这样的前提下，综合本报告前面部分，我们下阶段的股票组合为：

- 1、拨贷比影响小：工行、建行、农行、华夏、民生、南京、招行、光大
- 2、盈余质量高：南京、工行、民生、深发展
- 3、零售转型：民生、招行、工行、南京、深发展、农行、招行
- 4、净息差：民生、深发展、中信、招行、工行
- 5、回报率：工行、民生、北京、中信、华夏、建行、农行、招行
- 6、逾期贷款增长较少：工行、农行、交行、北京、华夏、南京、兴业

综合以上标准，我们的投资组合是：**民生银行、工商银行、建设银行、招商银行、南京银行、农业银行**

分析师简介:

张继袖: 银行行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8 年资本市场研究经验, 今日投资 2009 年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。