



看好西部开发背景下的利润贡献

中性维持

当前价格: 4.77 元

投资要点:

- 从严控制房地产客户, 个贷一人一贷为主
- 看好西部开发背景下的利润增长
- 中性评级

报告摘要:

- 从严控制房地产客户, 个贷一人一贷为主。建行开发贷与往年接近, 增速不到 10%。近 3 年, 建行主动压缩房地产客户从 6000 家到 3000 家。到 6 月份, 新发放贷款基本上恢复到八点几折的水平, 首套房为主, 一人一贷占比达到 97% 左右。
- 融资平台贷款逐步下降。建行的融资平台贷款上半年减少到 5000 亿元, 主要是到期贷款收回, 新发放贷款主要是原有中长期项目的后续投放, 一季度末的不良率 0.13%, 二季度略有下降。无打包贷款。
- 非息收入强劲增长, 走势与工行类似。2009 年, 建行实现手续费净收入 480.59 亿元, 增长 25%。今年上半年, 手续费净收入增长 30% 左右, 其中, 理财产品手续费增速迅猛, 约 100%, 结算等业务增速 30% 以上, 代销业务手续费增速 40-50%, 顾问和咨询费收入增速 20%。
- 看好建行在西部大开发背景下从西部地区获取利润的前景。西部地区的利润贡献度上看, 利润总额占比提高 8.77 个百分点, 上升至 18.66%。从效率上看, 西部地区的人均利润要好于中部地区和东北地区, 与全行平均水平接近。
- 盈利预测和投资建议。我们预计建行 10 年归属于母公司股东的净利润增速 17.0%, 达到 1249 亿元, 每股收益 0.53 元, 2011 年归属于母公司股东的净利润增速 20.4%, 达到 1504.7 亿元, 每股收益 0.64 元。截至 19 日, 建行 2010 年 PB 为 1.72X, PE 为 8.92X, 2011 年 PB 为 1.52X, PE 为 7.41X。

(百万元, 元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	267507	267184	316759	382068	459077
净利润	92642	106836	125039	150585	181788
摊薄 EPS(元)	0.40	0.46	0.53	0.64	0.78
BVPS(元)	1.99	2.38	2.78	3.14	3.57
PE(X)	12.04	10.44	8.92	7.41	6.14
PB(X)	2.39	2.01	1.72	1.52	1.34
P/POP(X)	6.58	6.84	5.75	4.77	3.97
市值/总资产	14.75%	11.58%	9.99%	8.61%	7.46%

分析师

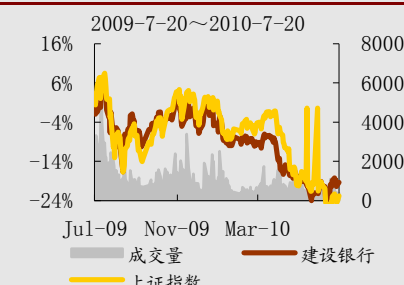
张继袖

电话: 010-88085976

Email: zhangjixiu@hysec.com

目标价: 5.20

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100331	63992	
20091231	65054	
20090930	60772	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

目录

一、从严控制房地产客户，个贷一人一贷为主.....	4
（一）近3年主动压缩房地产客户	4
（二）个贷一人一贷为主	5
（三）保障性住房项目贷款会大幅跟进	5
二、融资平台贷款逐步下降	5
三、非息收入增长强劲	6
四、净息差走势平稳	8
五、凭借基础设施建设优势，力争西部建设主力	9
六、盈利预测和估值	10
（一）盈利预测	10
（二）估值	11
七、投资建议和风险提示	12

插图

图 1: 建行手续费明细项增速.....	7
图 2: 建行手续费净收入单季度环比增速.....	7
图 3: 建行手续费净收入同比增速.....	7
图 4: 建行 NIM 走势及预测.....	9

表格

表 1: 建行近两年房地产贷款增速.....	4
表 2: 上市银行房地产贷款汇总.....	4
表 3: 上市银行按揭贷款汇总.....	5
表 4: 融资平台贷款重新分类对上市银行信贷成本的影响.....	6
表 5: 银行净息差走势.....	8
表 6: 建行地区分部利润占比和增速.....	9
表 7: 建行地区分部效率（2009）.....	10
表 8: 建行盈利预测.....	10
表 9: 上市银行盈利预测.....	11
表 10: 上市银行估值.....	12

一、从严控制房地产客户，个贷一人一贷为主

（一）近3年主动压缩房地产客户

建行开发贷与往年接近，增速不到10%，低于同业，而有抵押贷款增速超过10%。近3年，建行主动压缩房地产客户从6000家到3000家，客户结构以大中型开发商为主。

房地产贷款需求依然旺盛，有利于银行提高议价能力，总体上严格执行监管部门季度贷款3:3:2:2的投放要求。

表1：建行近两年房地产贷款增速

百万元	2009年			2008年			贷款	有抵押
	贷款	有抵押	贷款	有抵押	贷款	有抵押	总额	贷款
	总额	比例	贷款	总额	比例	贷款	增速	增速
内地房地产业贷款	358,651	7.44%	308,652	329,381	8.68%	279,398	8.89%	10.47%
发放于中国内地的客户贷款和垫款总额	4,668,135	96.85%	2,472,338	3,674,476	96.85%	1,983,773	27.04%	24.63%
海外房地产业贷款	30,221	0.63%	18,613	24,730	0.65%	16,381	22.20%	13.63%
发放于海外的客户贷款和垫款总额	151,638	3.15%	58,336	119,467	3.15%	51,157	26.93%	14.03%
客户贷款和垫款总额	4,819,773	100.00%	2,530,674	3,793,943	100.00%	2,034,930	27.04%	24.36%

资料来源：公司数据，宏源证券

表2：上市银行房地产贷款汇总

百万元,%	2009		2009H		2008	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中行	366,630	7.47	339,255	7.87	271,484	8.24
北京	37,205	13.61	30,965	12.4	22,328	11.56
浦发	80,904	8.71	76,613	8.16	63,953	9.17
中信	46,312	5.63	41,316	4.2	50,923	8.72
招行	90,527	8	74,571	6	64,227	7
兴业	65,867	9.39	66,523	10.38	58,970	11.81
深发展	23,255	6.47	17,160	5.01	15,878	5.60
宁波	7,317	8.94	4,373.00	8.89	2,825	7.82
南京	6,394	9.54	4,552	7.6	3,402	8.47
民生	103,713	11.75	95,247	11	90,158	13.69
交行	129,325	7.03	117,917	6.82	88,568	6.67
工行	421,804	10.70	454,643	8.36	343,895	10.60
华夏	33,545	7.80	29,186	6.85	23,124	6.50
建行	358,651	7.68	355,738	8.08	329,381	8.96
合计	1,771,449	8.77	1708059	7.97	1,429,116	8.92

注：工、中、建行是国内业务数据

资料来源：宏源证券

(二) 个贷一人一贷为主

从 09 年四季度开始, 个人按揭贷款加权利率回升, 到 6 月份, 新发放贷款基本上恢复到八点几折的水平, 首套房为主, 一人一贷占比达到 97% 左右。对存量房贷利率上调基本无望, 加上 4 月份地产调控新政出台后, 新增个人按揭贷款量萎缩, 部分限制了 NIM 上行空间。

表 3: 上市银行按揭贷款汇总

按揭贷款	金额, 亿元					占比, %				
	2009	2009H	2008	2007	2006	2009	2009H	2008	2007	2006
中信	1141.56	757.43	781.17	608.33	364.70	10.71	7.66	10.70	10.58	7.87
中行	9079.12	7392.85	6350.00	5776.55	4569.30	18.49	20.68	23.86	20.26	18.79
南京	54.08	38.79	31.20	34.83	24.93	8.07	6.46	7.76	11.37	9.78
建行	8690.75	7281.31	6154.29	5425.62	4412.72	18.03	16.09	16.22	14.30	11.63
工行	8742.44	7104.97	5977.90	5475.78	4218.74	15.79	13.07	13.51	13.44	11.62
兴业	1490.91	1133.86	1121.58	na	na	21.25	17.69	22.46	na	na
招行	2736.59	2042.08	1585.12	1311.38	813.83	23.08	17.72	18.13	19.48	14.39
浦发	1389.80	1135.78	949.09	818.16	569.01	14.96	12.10	13.61	14.85	12.35
宁波	139.89	50.39	94.82	104.24	69.65	17.09	7.84	19.29	28.56	24.75
深发展	858.01	742.26	658.62	592.97	358.21	23.87	21.68	23.21	20.90	12.62
民生	996.19	929.40	874.01	895.89	653.34	11.28	10.28	13.28	16.14	13.84
交行	2249.75	1737.54	1519.89	1393.57	1050.44	12.23	10.05	11.44	12.62	11.36
华夏	277.88	221.46	239.96	258.17	198.91	6.46	5.20	6.75	8.43	7.66
北京	259.63	200.09	175.25	147.99	116.78	9.49	8.01	9.08	9.41	9.01
合计	38106.59	30768.21	26512.90	22843.48	17420.56	16.51	14.63	15.98	14.84	12.63

资料来源: 宏源证券

(三) 保障性住房项目贷款会大幅跟进

对于保障性住房项目, 建行与国家步调一致, 会随着政策逐步推进。

国家的地产新政和宏观调控紧缩严格影响了银行的贷款投放。4 月 17 日, 国务院办公厅发布《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》。《通知》提出调整住房供应结构, 加强了保障性住房、经济适用房和廉租房建设, 房价过高、上涨过快的地区, 要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价商品住房供应。政府已经把保障性住房和廉租房的建设纳入了国家的规划, 确保完成 2010 年建设保障性住房 300 万套、各类棚户区改造住房 280 万套的工作任务, 住房城乡建设部要会同有关部门抓紧制定 2010-2012 年保障性住房建设规划 (包括各类棚户区建设、政策性住房建设), 并在 2010 年 7 月底前向全社会公布。

二、融资平台贷款逐步下降

建行的融资平台贷款到 2009 年底时 6000 多亿元, 上半年减少到 5000 亿元, 主要是到期贷款收回, 新发放贷款主要是原有中长期项目的后续投放, 一季度末的不良率 0.13%, 二季度略有下降。建行对融资平台贷款严格控制, 无打包贷款。

对于融资平台贷款, 主要问题是政府态度摇摆不定。最新信息显示, 各家银行上报给银监会的地方融资平台

贷款是经过各地监管机构检查的（或者默认的），所以再排查的概率较小，我们认为融资平台的事情基本告一段落，除非监管层要求对所有融资平台存量贷款补提拨备，这将引发银行股新一轮下跌。

表 4：融资平台贷款重新分类对上市银行信贷成本的影响

亿	平台贷款余额	降入次级	降入关注	次级加提拨备	关注加提拨备	共加提拨备	10 减值损失预测	新减值成本	贷款平均余额	平台贷款占比
北京	844	42.2	84.4	12.66	1.688	14.348	15.31	0.50%	3035	27.81%
工行	7200	360	720	108	14.4	122.4	302.81	0.49%	61746	11.66%
华夏	600	30	60	9	1.2	10.2	42.86	0.91%	4703	12.76%
建行	6460	323	646	96.9	12.92	109.82	345.44	0.66%	52320	12.35%
交行	1390	69.5	139	20.85	2.78	23.63	146.36	0.72%	20398	6.81%
民生	786	39.3	78.6	11.79	1.572	13.362	39.85	0.41%	9787.5	8.03%
南京	151	7.55	15.1	2.265	0.302	2.567	6.37	0.85%	751	20.11%
宁波	56	2.8	5.6	0.84	0.112	0.952	6.84	0.74%	931	6.02%
浦发	666	33.3	66.6	9.99	1.332	11.322	40.05	0.39%	10376	6.42%
深发展	186	9.3	18.6	2.79	0.372	3.162	23.29	0.58%	3982.5	4.67%
兴业	1302	65.1	130.2	19.53	2.604	22.134	28.43	0.37%	7780	16.74%
招行	1020	51	102	15.3	2.04	17.34	35.50	0.27%	13181	7.74%
中信	1245	62.25	124.5	18.675	2.49	21.165	49.29	0.42%	11872	10.49%
中行	5300	265	530	79.5	10.6	90.1	323.51	0.59%	55187	9.60%
平均(合计)	27206	1360.3	2720.6	408.09	54.412	462.502	1405.93	0.55%	256050	10.63%

注：蓝色背景是合计数。

资料来源：公司财报，宏源证券

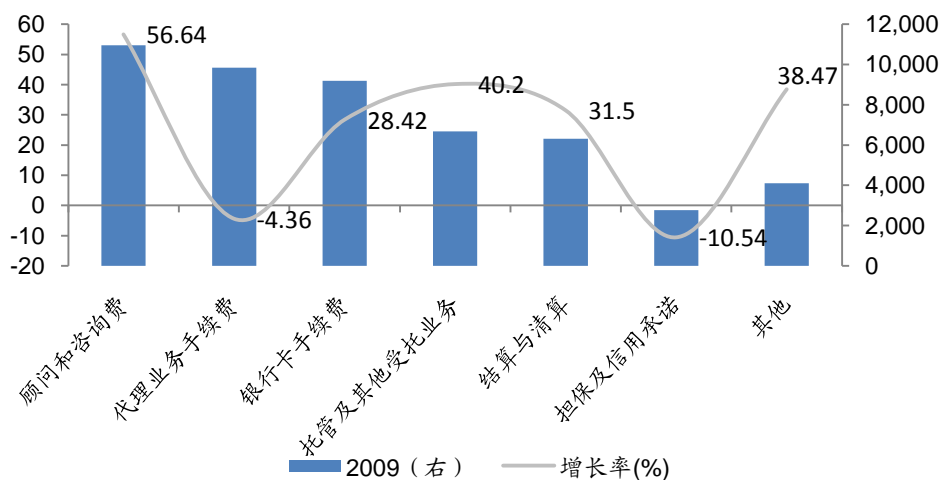
三、非息收入增长强劲

建行作为全国大型银行，手续费净收入规模大，2009 年，银行实现手续费净收入 480.59 亿元，增长 25%。今年上半年，手续费净收入增长 30% 左右，其中，理财产品手续费增速迅猛，约 100%，结算等业务增速 30% 以上，代销业务手续费增速 40-50%，顾问和咨询费收入增速 20%。建行手续费环比增长的历史与工行近似，一季度增速最快，二、三季度增速回落，四季度回暖。我们预计，建行全年手续费净收入增长 30.8%。

关于银信理财产品问题，建行认为会减少一些中间业务收入，上半年建行银信理财产品产生的手续费收入占比大约 5%，但这些产品背后隐藏的贷款需求会逐渐转移至表内，对 NIM 的提升是有利的。

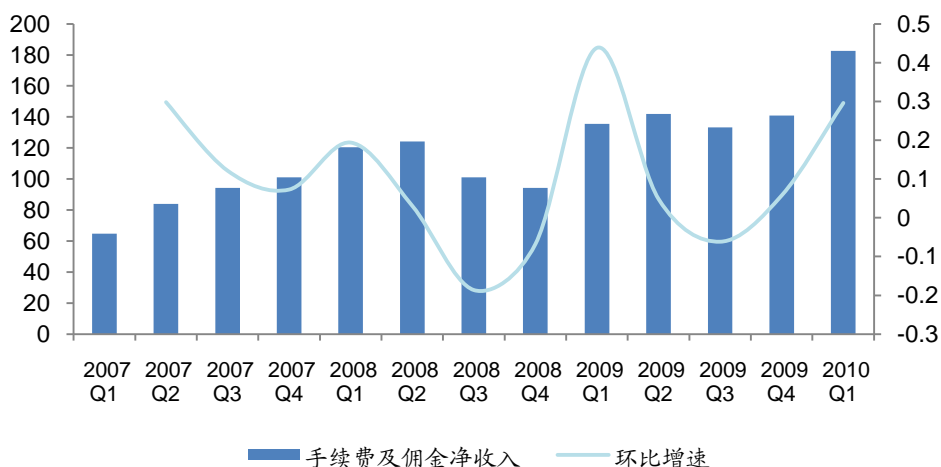
建行 2009 年完成国际结算量 4,650.97 亿美元，逆市增长 3.78%，远高于同期外贸进出口增速，国际结算业务手续费同业第一，2010 年预计增长可观。

图 1: 建行手续费明细项增速



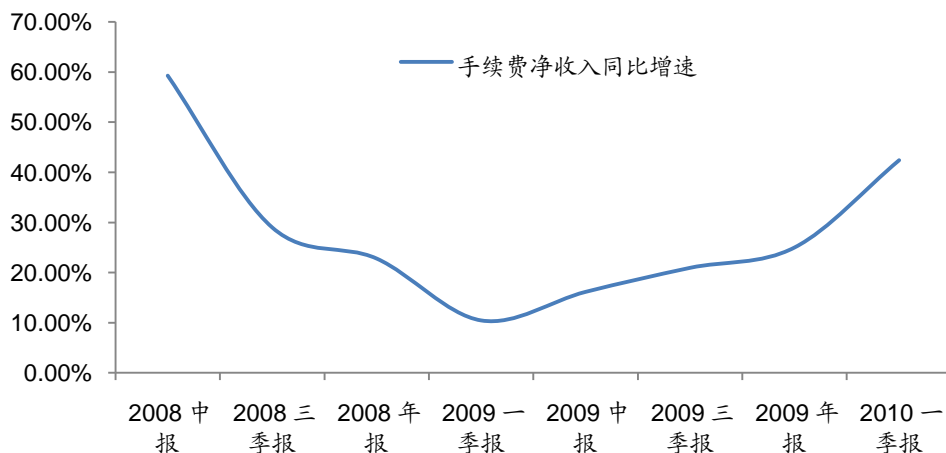
资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 2: 建行手续费净收入单季度环比增速



资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 3: 建行手续费净收入同比增速



资料来源: 公司数据, 宏源证券

四、净息差走势平稳

建行二季度 NIM 环比小幅上升，10 年一季度为 2.38%。我们预计建行全年 NIM 为 2.53%，同比上升 12 个 BP。对 NIM 提升的有利因素有：信贷管制使新增贷款议价能力提升致使资产收益率上升、上次降息前的长期存款到期，重定价即将开始、债券收益率走好。从货币市场的情况看，央行年内已连续 3 次上调存款准备金率，公开市场操作力度加大，货币市场利率大幅上升，这对于资金相对宽裕的大行来说可以提高资金拆出比例，获取同业利差更有优势。而存款方面，负债成本在上半年无大变化，对 NIM 的影响中性。

对于加息问题，主要看经济增长、人民币升值（贸然加息将迫使人民币过快升值）、美国货币政策以及 CPI 情况，加息问题很难判断。我们倾向于全年不加息，NIM 的提升会比较慢。

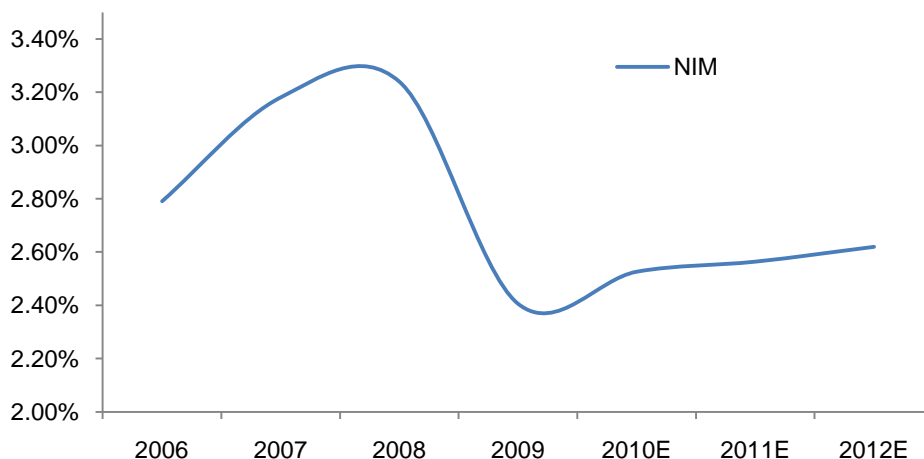
此次汇改对银行的财务影响会小于 2005 年，主要是因为汇兑损失大幅减少。2006、2007 年时中资银行海外上市收到的美元股本已结汇，人民币升值将不会再产生大量的汇兑损失，尤其是对外币资产占比不高的银行。建行做过测算，人民币升值 1%，对建行利润的影响不到 1%。

表 5：银行净息差走势

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q1 环比	10Q1 同比
深发展 A	3.40%	3.06%	2.98%	2.81%	2.73%	2.37%	2.41%	2.48%	2.47%	0.00%	-0.25%
宁波银行	3.56%	3.56%	3.58%	3.13%	2.96%	2.89%	2.87%	2.92%	2.76%	-0.16%	-0.21%
浦发银行	3.35%	3.25%	3.25%	2.75%	2.10%	2.07%	2.26%	2.44%	2.42%	-0.03%	0.32%
华夏银行	2.84%	2.89%	2.71%	2.26%	1.88%	1.93%	2.11%	2.19%	2.38%	0.20%	0.50%
民生银行	2.83%	3.23%	3.15%	2.96%	2.54%	2.28%	2.57%	2.81%	2.95%	0.14%	0.41%
招商银行	3.64%	3.65%	3.29%	2.96%	2.33%	2.00%	2.15%	2.29%	2.42%	0.13%	0.09%
南京银行	3.27%	3.11%	2.92%	3.18%	2.68%	2.63%	2.51%	2.63%	2.57%	-0.05%	-0.11%
兴业银行	3.05%	3.13%	2.99%	2.70%	2.30%	2.18%	2.38%	2.50%	2.44%	-0.05%	0.14%
北京银行	3.05%	3.04%	3.14%	2.87%	2.42%	2.29%	2.37%	2.37%	2.40%	0.03%	-0.01%
交通银行	3.22%	3.03%	3.00%	2.53%	2.10%	1.98%	2.18%	2.44%	2.30%	-0.14%	0.20%
工商银行	3.10%	2.95%	2.87%	2.88%	2.30%	2.14%	2.22%	2.38%	2.32%	-0.06%	0.02%
建设银行	3.35%	3.38%	3.29%	3.16%	2.59%	2.39%	2.37%	2.44%	2.38%	-0.06%	-0.21%
中国银行	2.83%	2.71%	2.66%	2.56%	2.10%	1.98%	2.08%	2.13%	2.03%	-0.11%	-0.07%
中信银行	3.49%	3.54%	3.52%	3.07%	2.43%	2.40%	2.66%	3.02%	2.48%	-0.54%	0.05%
上市银行合计	3.14%	3.08%	3.00%	2.84%	2.31%	2.16%	2.26%	2.39%	2.32%	-0.07%	0.00%
国有银行合计	3.11%	3.02%	2.95%	2.85%	2.31%	2.15%	2.22%	2.34%	2.26%	-0.08%	-0.05%
股份制银行合计	3.27%	3.32%	3.18%	2.83%	2.31%	2.16%	2.36%	2.55%	2.51%	-0.04%	0.20%
城商行合计	3.16%	3.13%	3.18%	2.96%	2.55%	2.45%	2.48%	2.52%	2.50%	-0.02%	-0.04%

资料来源：公司数据，宏源证券

图 4: 建行 NIM 走势及预测



资料来源: 公司数据, 宏源证券

五、凭借基础设施建设优势，力争西部建设主力

从上世纪 80 年代到 90 年代初，国有银行陆续从人民银行分离出来时，建行就承担着主要为基础设施建设服务的任务。2009 年，建行贷款总额 48,197.73 亿元，同比增长 27.04%，新增公司类贷款 6,615.31 亿元，投向基础设施贷款新增 3514.11 亿元，增速为 29.57%，新增占公司类贷款新增的 53.1%。主要是由于国家扩大内需的政策使得基础设施贷款有效需求旺盛，建行充分发挥在该领域的传统优势，择优投放。

对于西部大开发背景下建行的战略问题，建行认为会继续发挥基础设施建设优势，满足西部大开发的基础设施需求，同时严格控制风险，建行在这方面优势更明显。

从西部地区的利润贡献度上看，2009 年，受国际经济发展速度放缓影响，以外向型经济为主的长江三角洲和珠江三角洲地区利润总额占比较上年分别降低 3.71 个百分点和 0.46 个百分点，而西部地区从 08 年地震灾害中恢复增长，利润总额占比提高 8.77 个百分点，上升至 18.66%。从效率上看，西部地区的人均利润要好于中部地区和东北地区，与全行平均水平接近。

由于西部地区的强大基础设施需求和建行的优势，我们看好建行在西部大开发背景下从西部地区获取利润的前景。

表 6: 建行地区分部利润占比和增速

百万元	2009		2008		增长	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比上升%
长江三角洲	29,035	20.93	29,518	24.64	-1.64%	-3.71
珠江三角洲	20,066	14.46	17,861	14.92	12.35%	-0.46
环渤海地区	22,905	16.51	18,580	15.52	23.28%	0.99
中部地区	20,408	14.71	15,782	13.18	29.31%	1.53
西部地区	25,889	18.66	11,838	9.89	118.69%	8.77
东北地区	7,082	5.11	5,434	4.54	30.33%	0.57
总行	12,057	8.69	18,395	15.36	-34.46%	-6.67
海外	1,283	0.93	2,333	1.95	-45.01%	-1.02
利润总额	138,725	100	119,741	100	15.85%	0.00

注：西部地区：重庆，四川，贵州，云南，陕西，甘肃，青海，宁夏，新疆，内蒙古，西藏

资料来源：公司数据，宏源证券

表 7：建行地区分部效率（2009）

	资产规模 (人民币百万元)	占比 (%)	机构数量 (个)	占比 (%)	员工数量 (人)	占比 (%)	人均利润 万元/人
长江三角洲	1,890,649	19.65	2,223	16.60	43,860	14.55	66.20
珠江三角洲	1,462,959	15.20	1,673	12.49	35,950	11.92	55.82
环渤海地区	1,675,219	17.41	2,183	16.30	51,918	17.22	44.12
中部地区	1,500,338	15.59	3,243	24.22	66,825	22.16	30.54
西部地区	1,508,896	15.68	2,693	20.11	62,230	20.64	41.60
东北地区	642,640	6.68	1,366	10.20	34,602	11.48	20.47
总行	4,418,463	45.91	3	0.02	5,697	1.88	211.64
海外	234,460	2.44	8	0.06	455	0.15	281.98
抵销	-3,721,059	-38.67					
递延所得税资产	10,790	0.11					
合计	9,623,355	100	13,392	100	301,537	100	46.01

资料来源：公司数据，宏源证券

六、盈利预测和估值

（一）盈利预测

我们预计建行 2010 年贷款增速 17.11%，存款增速 17%，NIM 为 2.53%，不良率 1.50%，维持 09 年底水平，信贷成本 0.57%，手续费增速 30.80%，成本收入比 32.90%，维持 09 年水平。我们计算的建行 10 年归属于母公司股东的净利润增速 17.0%，达到 1249 亿元，每股收益 0.53 元，2011 年归属于母公司股东的净利润增速 20.4%，达到 1504.7 亿元，每股收益 0.64 元。

表 8：建行盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	2249.20	2118.85	2462.26	2916.90	3470.06
(YOY)	16.67%	-5.80%	19.49%	25.32%	24.04%
净手续费及佣金收入	384.46	480.59	628.60	821.34	1031.50
(YOY)	22.78%	25.00%	30.80%	30.66%	25.59%
其他净收入	40.25	69.90	73.76	78.86	84.92
(YOY)	-183.92%	73.66%	5.52%	6.92%	7.68%
营业收入合计	2675.07	2671.84	3167.59	3820.68	4590.77
(YOY)	21.89%	-0.12%	18.55%	20.62%	20.16%
营业支出	1487.84	1293.32	1575.74	1901.32	2271.34
(YOY)	25.28%	-13.07%	21.84%	20.66%	19.46%
营业利润	1186.07	1376.02	1591.85	1919.36	2319.42
(YOY)	17.98%	16.02%	15.69%	20.57%	20.84%
拨备前利润	1694.36	1630.62	1937.29	2336.72	2807.70

(YOY)	32.24%	-3.76%	18.81%	20.62%	20.16%
营业外收支净额	11.34	11.23	11.22	11.21	11.20
(YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	1197.41	1387.25	1603.07	1930.57	2330.62
(YOY)	18.77%	15.85%	15.56%	20.43%	20.72%
所得税费用	270.99	318.89	352.68	424.73	512.74
(YOY)	-14.44%	17.68%	10.59%	20.43%	20.72%
净利润	926.42	1068.36	1250.39	1505.85	1817.88
(YOY)	33.99%	15.32%	17.04%	20.43%	20.72%
归属于母公司股东的净利润	925.99	1067.56	1249.47	1504.73	1816.54
YOY	34.10%	15.29%	17.04%	20.43%	20.72%

资料来源：公司数据，宏源证券

(二) 估值

我们坚持中期策略观点，行业走出估值底部需要转型，需要承受转型阵痛期。在这个似乎漫长的阵痛期，估值优势很难转换成上涨动力，除非经济基本面出现转好的信号。但是，我们现在也无需过度悲观，各家银行的业绩还是有保证的，中国银行业的风控能力依然好于国外同行，这给我们提供了高安全边际。

根据我们的盈利预测，建行 2010 年 PB 为 1.72X，PE 为 8.92X，2011 年 PB 为 1.52X，PE 为 7.41X。

表 9：上市银行盈利预测

	每股收益 (元)				BVPS			PPOP		
	08	09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E
深发展 A	0.18	1.44	1.71	2.13	5.87	9.78	11.39	2.49	2.83	3.48
宁波银行	0.53	0.58	0.69	0.90	3.90	5.44	6.03	0.87	1.06	1.37
浦发银行	1.09	1.15	1.16	1.35	5.92	9.07	10.51	2.31	1.78	2.11
华夏银行	0.62	0.75	0.73	0.87	6.06	8.05	8.78	1.64	1.56	1.89
民生银行	0.30	0.45	0.57	0.68	3.30	3.87	3.91	0.94	0.89	0.89
招商银行	0.98	0.85	1.01	1.29	4.30	6.14	7.15	1.30	1.38	1.80
南京银行	0.61	0.65	0.72	0.87	5.04	6.85	7.62	1.21	1.11	1.38
兴业银行	1.90	2.22	2.66	3.76	9.95	15.51	19.14	3.55	3.84	5.20
北京银行	0.87	0.90	1.14	1.54	6.03	7.01	8.27	6.03	7.01	8.27
交通银行	0.51	0.53	0.63	0.77	2.91	4.19	4.84	1.00	1.05	1.30
工商银行	0.33	0.39	0.45	0.55	2.02	2.31	2.62	0.57	0.68	0.83
建设银行	0.40	0.46	0.53	0.64	2.38	2.78	3.14	0.49	0.53	0.64
中国银行	0.25	0.32	0.37	0.42	2.03	2.38	2.61	0.49	0.64	0.74
中信银行	0.34	0.37	0.46	0.57	2.63	3.01	3.44	0.56	0.74	0.91
农业银行	0.20	0.25	0.27	0.33	1.32	1.62	1.84	0.44	0.46	0.56

资料来源：公司数据，宏源证券

表 10: 上市银行估值

	收盘价	市盈率 (倍)			市净率(倍)			P/PPOP		
	2010-7-20	09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E
深发展 A	17.51	12.13	10.26	8.20	2.98	1.79	1.54	7.03	6.20	5.03
宁波银行	11.93	20.46	17.20	13.33	3.06	2.19	1.98	13.72	11.21	8.74
浦发银行	14.53	12.62	12.54	10.74	2.45	1.60	1.38	6.30	8.17	6.89
华夏银行	11.61	15.41	15.91	13.33	1.92	1.44	1.32	7.08	7.44	6.15
民生银行	5.34	11.79	9.33	7.83	1.62	1.38	1.37	5.68	6.02	6.00
招商银行	14.01	16.58	13.90	10.85	3.26	2.28	1.96	10.76	10.15	7.80
南京银行	10.97	16.97	15.27	12.68	2.18	1.60	1.44	9.03	9.89	7.92
兴业银行	25.58	11.54	9.60	6.80	2.57	1.65	1.34	7.21	6.67	4.92
北京银行	13.35	14.76	11.69	8.69	2.21	1.90	1.61	2.21	1.90	1.61
交通银行	6.21	11.62	9.94	8.03	2.13	1.48	1.28	6.19	5.89	4.78
工商银行	4.19	10.88	9.24	7.66	2.08	1.81	1.60	7.40	6.19	5.06
建设银行	4.77	10.44	8.92	7.41	2.01	1.72	1.52	9.70	8.92	7.41
中国银行	3.46	10.87	9.31	8.14	1.71	1.46	1.32	7.00	5.44	4.65
中信银行	5.71	15.56	12.44	10.09	2.17	1.90	1.66	10.25	7.71	6.29
农业银行	2.71	10.84	10.14	8.21	2.06	1.67	1.47	6.19	5.84	4.85
行业平均		13.50	11.71	9.47	2.29	1.73	1.52	7.72	7.18	5.87
国有大行										
平均		10.93	9.51	7.89	2.00	1.63	1.44	7.30	6.46	5.35
股份制银										
行平均		13.66	12.00	9.69	2.42	1.72	1.51	7.76	7.48	6.15
城商行平										
均		17.40	14.72	11.57	2.48	1.90	1.68	8.32	7.67	6.09

资料来源: 公司数据, 宏源证券

七、投资建议和风险提示

建行的风控能力和市场判断力不亚于工行, 即使经济增速下滑, 安全边际也非常高。但是, 作为规模庞大的银行, 以及和指数的关系, 获取超额收益比较困难, 暂时维持中性评级。我们会根据宏观经济数据、公司数据和行业变化及时调整评级, 毕竟公司成长性依然存在、估值水平有优势。

风险提示: 宏观经济二次探底、行业监管超预期。

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、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。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085964 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085984 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@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。