

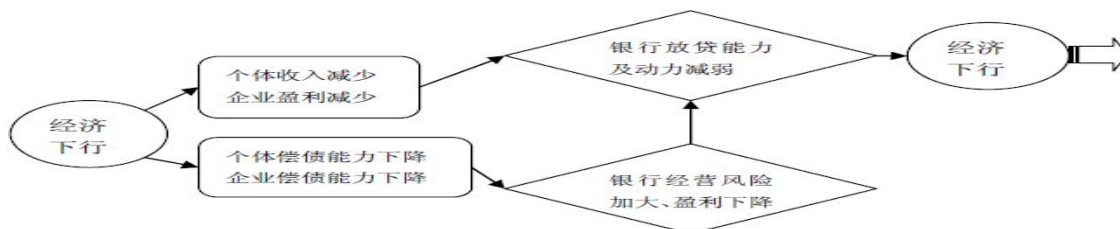
## 2009 年银行业展望

### ---估值下降后带来的修复机会

麦靖仪

#### 一、 国内经济减速恶化银行业的生存环境。

欧美经济加速陷入衰退，金融危机正转化为经济危机，并逐步传导到国内，对国内经济、造成负面影响。银行具有顺宏观周期的特性，在经济持续向好的上行周期，企业盈利增加，偿债能力增强，相应的不良贷款率下降，反之在经济下行周期，企业经营困难，资金不足，不良贷款出现的概率大大增加。企业盈利空间被压缩，从而也恶化了银行的经营环境。



虽然出于防范金融风险及保增长的战略目标，政府会对银行的进行政策性扶持以抵消行业景气下滑的负面影响，但种种措施发挥作用存在滞后性，其有效性还有待观察。

在2009年银行的盈利空间将会由于上市银行净息差的持续收窄以及不良贷款的持续增加，还有中间业务的发展放缓而明显压缩。

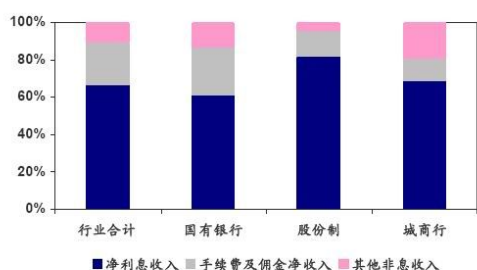
#### 二、银行的盈利空间将会明显收窄。

##### （一）最主要的制约因素：快速降息将使上市银行的净息差持续收窄

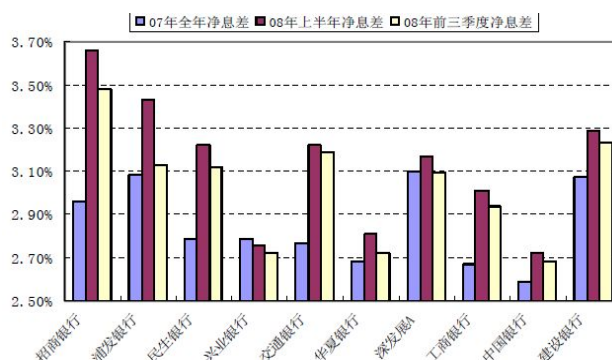
利息净收入是银行收入的主要来源，在银行所有收入中占有绝对比重，净利差是影响营业收入的关键因素。影响利差的因素主要是法定利率水平、存款定期化程度和贷款利率的浮动

银行业的净息差在2008年二季度达到高点后，随着银行议价能力的下降和定期存款占比的不断提高，即使不考虑央行的降息举动，银行业本身的净息差就面临着较大的下降压力，而央行的降息举动则加快了净息差下降的速度。而且因为银行的中长期贷款是在每年的1月1日进行重订价的，因此在这一天之前还是之后降息会影响相关贷款的全年利息收入，而2008年年底的大幅度快速降息会对2009年的利息收入和利差带来进一步的负面影响。预计未来利率仍有较大的下调空间，但由于存款相对贷款定价的滞后效应，2009年的利差所受冲击较大，不同于加息周期利差逐年上升，降息对净利差的影响可能主要体现在2009年。

图 12 上市银行营业收入构成 (1H2008)



数据来源：公司数据，安信证券研究中心



## （二）上市银行不良贷款暴露和信贷成本上升

日益恶化的宏观经济环境，使银行业可能在 09 年面临更为严酷的经济现实，承担更大的信用风险和系统风险。

经济减速一方面导致贷款增速下降，另一方面对不良率和当期拨备形成较大的压力。目前，银行业不良率整体仍然呈现下降趋势，但不良余额已经有所增加，如果扣除坏账核销的因素，银行业资产质量的拐点已经出现。预计 09、10 年是企业经营最困难的两年，其中出口和制造业将面临较大风险，不良贷款从投放到不良暴露的平均滞后时间为大概 2 年时间，不良贷款多数是在经济高速增长期或贷款高增长期投放的，不良贷款反弹有可能在 09 年上半年开始体现得较为明显，而且不良率上升的趋势可能在下半年到 10 年持续。在经济大幅下滑时期，银行不仅要消耗掉过去多计提的拨备，还需要大幅新计提拨备才能充分覆盖大幅反弹的不良贷款，体现在财务数据上，就是信贷成本的上升伴随着拨备覆盖率的下降。信贷成本对净利润的影响将由近两年的正面转向负面。

上市银行历年不良率如下（红色为不良率上升）：

|    | 2009E | 3Q08  | 1H08  | 2007  | 2006  | 2005  | 1H05   | 2004   | 1H04  | 2003   | 2002   | 2001   |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 工行 | 3.20% | 2.37% | 2.41% | 2.74% | 3.79% | 4.69% | -      | 21.16% | -     | 24.24% | 25.41% | -      |
| 建行 | 2.60% | 2.17% | 2.21% | 2.60% | 3.29% | 3.84% | -      | 3.92%  | -     | 9.12%  | 15.17% | 19.21% |
| 中行 | 2.90% | 2.58% | 2.58% | 3.12% | 4.04% | 4.62% | -      | 5.12%  | -     | 16.28% | 23.37% | 27.51% |
| 交行 | 2.20% | 1.75% | 1.83% | 2.05% | 2.01% | 2.40% | -      | 2.93%  | -     | -      | -      | -      |
| 招行 | 1.80% | 1.20% | 1.25% | 1.54% | 2.12% | 2.58% | 2.57%  | 2.87%  | 2.78% | 3.15%  | 5.99%  | 10.25% |
| 民生 | 1.90% | 1.22% | 1.21% | 1.22% | 1.23% | 1.28% | 1.44%  | 1.31%  | 1.28% | 1.29%  | 2.04%  | 4.25%  |
| 浦发 | 1.70% | 1.19% | 1.22% | 1.46% | 1.83% | 1.97% | 2.15%  | 2.45%  | 2.29% | 2.53%  | 4.43%  | -      |
| 兴业 | 1.70% | 1.06% | 1.04% | 1.15% | 1.53% | 2.33% | -      | 2.50%  | -     | 2.56%  | 3.23%  | 4.14%  |
| 中信 | 2.60% | 1.37% | 1.45% | 1.48% | 2.50% | 4.14% | -      | 6.29%  | -     | 8.12%  | -      | -      |
| 华夏 | 2.70% | -     | 2.06% | 2.25% | 2.73% | 3.04% | 3.13%  | 3.96%  | 3.67% | 4.23%  | 5.97%  | 7.05%  |
| 深发 | 3.30% | 4.28% | 4.64% | 5.62% | 7.98% | 9.33% | 10.74% | 11.41% | 8.84% | 8.49%  | 10.29% | 14.84% |
| 北京 | 2.70% | -     | 1.74% | 2.06% | 3.58% | 4.38% | -      | 4.53%  | -     | -      | -      | -      |
| 宁波 | 3.00% | 0.63% | 0.40% | 0.36% | 0.33% | 0.61% | -      | 0.96%  | -     | -      | -      | -      |
| 南京 | 3.20% | -     | 1.39% | 1.79% | 2.47% | 3.35% | -      | 4.36%  | -     | 5.64%  | 10.55% | -      |

|                   | 北京<br>银行 | 工商<br>银行 | 华夏<br>银行 | 建设<br>银行 | 交通<br>银行 | 民生<br>银行 | 南京<br>银行 | 宁波<br>银行 | 浦发<br>银行 | 深发<br>展 A | 兴业<br>银行 | 招商<br>银行 | 中国<br>银行 | 中信<br>银行 |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>假设:</b>        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| 按揭贷款不良率           |          |          | 0.6%     |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| 中小企业贷款及个人非按揭贷款不良率 |          |          | 2.5%     |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| 其他企业贷款不良率         |          |          | 1.6%     |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| 不良率系数             | 1.3      | 1.0      | 1.3      | 1.0      | 1.3      | 1.1      | 1.4      | 1.4      | 1.1      | 1.0       | 1.0      | 1.0      | 1.3      | 1.3      |
| 历史遗留不良贷款率 (%)     | 0.0      | 1.5      | 0.0      | 1.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 1.5       | 0.0      | 0.0      | 1.0      | 0.0      |
| <b>预测:</b>        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| 2009NPL (%)       | 2.7      | 3.2      | 2.7      | 2.6      | 2.2      | 1.9      | 3.2      | 3.0      | 1.7      | 3.3       | 1.7      | 1.8      | 2.9      | 2.6      |
| 较 1H2008 上升 (BP)  | 110.2    | 78.5     | 68.1     | 38.8     | 44.8     | 72.0     | 182.6    | 237.5    | 50.2     | -95.7     | 69.3     | 64.1     | 34.7     | 119.7    |
| 2009 拨备覆盖率 (%)    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 100.0    | 150.0    | 50.0      | 100.0    | 160.0    | 100.0    | 100.0    |
| 2009 贷款增速 (%)     | 25.0     | 15.0     | 18.0     | 15.0     | 18.0     | 22.0     | 25.0     | 25.0     | 18.0     | 18.0      | 18.0     | 15.0     | 18.0     | 22.0     |
| 2008 年贷款信用成本 (BP) | 64.6     | 55.4     | 58.2     | 26.7     | 45.0     | 60.3     | 61.2     | 33.6     | 19.9     | 47.9      | 25.0     | 19.0     | 29.4     | 23.9     |
| 2009 年贷款信用成本 (BP) | 59.3     | 43.3     | 51.4     | 23.2     | 45.6     | 48.8     | 102.8    | 199.0    | -6.9     | 139.8     | 24.9     | 15.5     | 22.9     | 123.3    |

数据来源: 安信证券研究中心

### (三) 2009 年中间业务缺乏新的增长点

整体看, 2009 年中间业务缺乏新的增长点, 在资本市场持续低迷下, 相关的证券投资基金代理业务很难有起色, 信贷额度的取消又将减少银行信贷类理财产品的发行量, 我们预计 2009 年中间业务增速可能有明显下降。明年国债的发行量会有上升, 有利于增加商业银行投行业务收入。代理保费手续费收入也有望保持稳定增长。但这些业务从比例上看还太低。

|                     | 2005  | 2006  | 2007  | 1H08  | 3Q08  | 2008E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>净手续费收入增长 (%)</b> |       |       |       |       |       |       |
| 招商银行                | 76.3  | 60.4  | 156.1 | 53.7  | 33.1  | 16.3  |
| 浦发银行                | 13.2  | 76.2  | 98.5  | 99.1  | 84.4  | 30.2  |
| 兴业银行                | 22.9  | 82.4  | 250.9 | 180.6 | 118.4 | 43.1  |
| 民生银行                | 21.1  | 175.7 | 133.0 | 211.8 | 137.2 | 120.3 |
| 华夏银行                | 24.7  | 53.4  | 48.2  | 71.5  | 70.9  | 37.0  |
| 深发展银行               | 27.3  | 44.7  | 50.5  | 81.6  | 106.6 | 52.1  |
| 交通银行                | 25.9  | 41.8  | 137.2 | 50.0  | 33.0  | 29.2  |
| 中国银行                | 8.1   | 118.7 | 73.5  | 45.1  | 28.5  | 9.4   |
| 工商银行                | 28.5  | 55.0  | 110.4 | 48.0  | 27.9  | 21.2  |
| 建设银行                | 30.7  | 60.5  | 130.7 | 59.3  | 29.0  | 19.8  |
| 中信银行                | 31.4  | 81.6  | 174.0 | 128.3 | 106.4 | 29.6  |
| 北京银行                | 139.5 | 191.0 | 69.3  | 92.3  | 73.0  | 97.3  |
| 宁波银行                | 22.4  | 62.1  | 52.8  | 160.4 | 178.5 | 108.8 |
| 南京银行                | 50.1  | 37.5  | 13.1  | 155.7 | 274.5 | 143.0 |
| 上市银行平均              | 23.9  | 75.0  | 106.8 | 56.3  | 34.2  | 20.7  |

### 三、大小非解禁风险

根据中金公司的统计; A 股市场上; 虽然工行、中行、招行、浦发、华夏和深发展都有大规模的非流通股解禁; 但是这些股东基本上都是各银行的发起人股东; 减持的可能性较小。但是交行、兴业和民生的解禁压力依然存在。

| 百万股                   | 解禁时间       | 解禁股份总数  | 占流通股比例 | 主要解禁股东及持股数                                                     |
|-----------------------|------------|---------|--------|----------------------------------------------------------------|
| <b>A股2009年限售股解禁汇总</b> |            |         |        |                                                                |
| 工行                    | 2009-10-27 | 236,012 | 1579%  | 财政部: 118,006mn<br>汇金公司: 118,006mn                              |
| 中行                    | 2009-7-5   | 171,325 | 2638%  | 汇金公司: 171,325mn                                                |
| 招行                    | 2009-2-27  | 4,799   | 66%    | 招商局轮船: 1,782mn<br>中国远洋: 948mn<br>广州海运: 565mn                   |
| 浦发                    | 2009-5-12  | 649     | 13%    | 上海国际集团: 649mn                                                  |
| 民生                    | 2009-6-23  | 928     | 0.1%   | 中国人寿: 928mn                                                    |
| 华夏                    | 2009-6-6   | 1,557   | 71%    | 首钢集团: 300mn<br>国家电网: 240mn<br>红塔集团: 210mn<br>德意志银行: 120mn      |
| 深发展                   | 2009-6-20  | 136     | 5%     | 新桥集团: 136mn                                                    |
| <b>H股2009年限售股解禁汇总</b> |            |         |        |                                                                |
| 工行                    | 2009-4-28  | 12,092  | 27%    | 高盛集团: 8,238mn<br>安联集团: 3,126mn<br>美国运通: 638mn                  |
|                       | 2009-6-29  | 7,051   | 16%    | 社保基金: 7,051mn                                                  |
|                       | 2009-10-20 | 19,143  | 43%    | 高盛集团: 8,238mn<br>安联集团: 3,126mn<br>美国运通: 638mn<br>社保基金: 7,051mn |
| 中行                    | 2009-3-13  | 8,377   | 26%    | 社保基金: 8,377mn                                                  |
|                       | 2008-12-30 | 14,356  | 44%    | 富登金融(淡马锡): 10,471mn<br>瑞士银行集团: 3,378mn<br>亚洲开发银行: 507mn        |
|                       | 2008-12-31 | 20,943  | 65%    | 苏格兰皇家银行: 20,943mn                                              |

#### 四、 可能的驱动因素

在银行 09、10 年整体经济增速下滑并且有可能出现负增长的前提下，09 年银行的经营亮点主要在于 2 点：一是适度宽松的货币政策和积极财政政策（4 万亿刺激经济计划带来的信贷规模的增长，二是营业税改革的可能推进。

##### 1、反周期财政和货币政策有望稳定名义信贷增速

积极的财政政策必然会带来相应的信贷规模扩张，4 万亿元基建投资中，铁路、公路、水运以及电网投资分别约为 1.1 万亿元、1.8 万亿元、3100 亿元和 4600 亿元，贷款配套比例分别为 20%、34%、25% 和 60%，分别需要 2200 亿元、6120 亿元、775 亿元和 2760 亿元，合计需要新增 11855 亿元贷款，占 08 年 4 万亿元贷款新增量的 30%。信贷规模如能有效放大，将部分冲减信贷成本上升的负面影响

| 银行      | 贷款额度<br>(亿元) | 额度安排年份    | 资料来源               |
|---------|--------------|-----------|--------------------|
| 三大政策性银行 | 1000         | 2008      | 21 世纪经济报道          |
| 国家开发银行  | 400          | 2008      | 上海证券报              |
| 农业发展银行  | 550          | 2008      | 上海证券报，另有消息称 400 亿元 |
| 工商银行    | 多增 850       | 2009      | 证券时报               |
| 建设银行    | 300-500      | 2008      | 上海证券报              |
| 建设银行    | 4000-5000    | 2009      | 上海证券报              |
| 农业银行    | 500          | 2008      | 新华网，另有消息称 1000 亿元  |
| 中信银行    | 150          | 2008      | 上海证券报              |
| 北京银行    | 550          | 2008-2009 | 上海证券报              |
| 光大银行    | 600          | 2009      | 上海证券报              |
| 上海银行    | 500          | 2008-2009 | 上海证券报              |

资料来源：相关媒体报道

上述各银行拟新增的信贷额度的投向都是重点倾斜国家基础设施建设如交通、农林水利，民生，环保等领域。但是基建投资的银行配套贷款毕竟不是商业银行贷款的主体，银行对于微观经济主体的主动性放贷的惜贷行为何时改变才是我们真正需要关心的。

## 2、营业税改革推进

在政策刺激经济复苏过程中，银行通道至关重要。出于维护金融体系稳定的考虑，银行业在承担经济转型成本的同时，也最有可能享受政策红利，如果营业税改革在2009年有所推进，将会使银行2009年能够确保增长。2008年，所得税率从33%下降到25%，为银行贡献了15%左右的净利润增速。继续降低营业税税率、减轻税负是银行业营业税改革的大方向。如果营业税率在目前5%的基础上降低2个百分点，这将为明年银行业整体利润增加6%左右。

## 五、2009 年的投资机会：估值下降后带来的修复机会

### （一）09 下半年有望出现阶段性投资机会

对于整个银行板块来讲，由于经济情况尚未见底，引发银行业盈利能力下降的各种因素尚未明朗，因此，大的趋势性投资机会尚未来临。

明年上半年是降息的密集期，而且由于 08 年一季度及中期较高的基数，上市银行 09 年一季度及中期净利润增速可能出现负数，其股票价格也会出现阶段性低点。

基于投资者对其利差空间缩窄的担忧消除，以及 09 年下半年经济刺激计划效应显现和通缩预期的减弱，银行股的投资价值将有望出现重估，并带来阶段性投资机会。

但在 2010 年开始，或许市场又有新的担心，即银行在 2009 年大放贷款可能导致坏账率的上升，银行股的短暂表现会在此担忧下开始结束。

### （二）选股思路

对于09 年的银行股投资，我们依然偏好股份制银行，大型银行固然平稳，但跑赢指数的可能性较小，且估值弹性不大。若行业景气度变暖，小银行受益更大。在未来利润增长主要依靠生息资产增长和成本控制的背景下，中型银行的盈利弹性仍可能超过预期。

在经济下滑步入深化的周期，也是资产质量和利差的负面影响开始集中体现的时期，这个时期关键还是要综合考虑估值相对偏低，以及资产组合稳健，增长前景明确的优质银行。

1、兴业银行：相对估值偏低，中型企业贷款占比高保证较高的贷款质量，以及稳定的债券投资收益。

2、浦发银行：雄厚的拨备可能释放为利润；上海市金融平台整合最可能的受益者；中短期减持压力小。次级债和混合债的发行在一定程度上缓解了资本充足率压力。

### （三）上市银行 2009 年估值与盈利预测

|                      | 民生<br>银行    | 兴业<br>银行    | 交通<br>银行    | 南京<br>银行    | 中信<br>银行    | 华夏<br>银行    | 中国<br>银行    | 深发<br>展     | 北京<br>银行    | 建设<br>银行    | 宁波<br>银行    | 招商<br>银行    | 工商<br>银行    | 浦发<br>银行    |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>09 年净利润增速 (%)</b> | 8.4         | -11.5       | 3.4         | -8.7        | -6.0        | -5.8        | 2.0         | -5.2        | 6.8         | 10.0        | -8.0        | 9.1         | 6.9         | 7.3         |
| <b>12 月 10 日股价</b>   | 4.6         | 17.4        | 5.2         | 9.8         | 4.5         | 9.1         | 3.3         | 11.2        | 9.6         | 4.5         | 7.8         | 14.4        | 4.1         | 15.4        |
| <b>EPS</b>           |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>2008E</b>         | 0.53        | 2.50        | 0.60        | 0.82        | 0.40        | 0.75        | 0.29        | 1.83        | 0.90        | 0.43        | 0.55        | 1.53        | 0.35        | 2.00        |
| <b>2009E</b>         | 0.57        | 2.07        | 0.62        | 0.75        | 0.37        | 0.70        | 0.30        | 1.29        | 0.96        | 0.47        | 0.51        | 1.67        | 0.37        | 2.14        |
| <b>BVPS</b>          |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>2008E</b>         | 3.06        | 9.89        | 2.93        | 5.77        | 2.53        | 5.10        | 1.88        | 5.92        | 4.91        | 2.11        | 3.62        | 5.88        | 1.82        | 6.50        |
| <b>2009E</b>         | 3.49        | 11.75       | 3.43        | 6.27        | 2.83        | 5.70        | 2.09        | 7.02        | 5.59        | 2.46        | 4.01        | 7.30        | 2.01        | 6.86        |
| <b>PE</b>            |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>2008</b>          | 8.79        | 6.94        | 8.67        | 11.91       | 11.21       | 12.16       | 11.38       | 6.14        | 10.65       | 10.49       | 14.05       | 9.43        | 11.75       | 7.73        |
| <b>2009</b>          | 8.10        | 8.39        | 8.39        | 13.04       | 11.92       | 12.92       | 11.16       | 8.73        | 9.97        | 9.54        | 15.27       | 8.64        | 10.99       | 7.20        |
| <b>PB</b>            |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>2008</b>          | 1.51        | 1.76        | 1.78        | 1.70        | 1.76        | 1.78        | 1.78        | 1.90        | 1.95        | 2.14        | 2.14        | 2.45        | 2.24        | 2.37        |
| <b>2009</b>          | <b>1.32</b> | <b>1.48</b> | <b>1.52</b> | <b>1.56</b> | <b>1.57</b> | <b>1.60</b> | <b>1.60</b> | <b>1.60</b> | <b>1.72</b> | <b>1.83</b> | <b>1.94</b> | <b>1.97</b> | <b>2.03</b> | <b>2.25</b> |

数据来源：安信证券研究中心

注：招行 08 年预测包含四季度 40 亿关于永隆银行的商誉计提

（四）上市银行短线分析

601398工商银行:阻力位4.2元;支持位3.2元。  
601939建设银行:阻力位4.6元;支持位3.5元。  
601988中国银行:阻力位3.3元;支持位2.8元。  
600015华夏银行:阻力位9元;支持位6.5元。  
601166兴业银行:阻力位17.5元;支持位13.2元。  
000001深发展:阻力位11.5元;支持位8.6元。  
600016民生银行:阻力位4.8元;支持位3.8元。  
601328交通银行:阻力位5.3元;支持位4元。  
601998中信银行:阻力位4.5元;支持位3.7元。  
600000浦发银行:阻力位15元;支持位11.9元。  
600036招商银行:阻力位14.8元;支持位10.7元。  
601169北京银行:阻力位9.8元;支持位7.9元。  
002142宁波银行:阻力位8元;支持位6元。  
601009南京银行:阻力位9.8元;支持位7.6元。