



中国：银行业

2009 年盈利预测下调风险开始显现

中金公司研究部

分析员：毛军华 maojh@cicc.com.cn

联系人：罗 景 luojing@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

.....2009 年 1 月 20 日

事件：

中国银监会公布了中国银行业 08 年不良贷款数据，并披露了与中国主要银行召开会议的关键信息。

评论：

08 年 4 季度资产质量差于预期

- 中国银行业不良贷款余额环比上升 16%，或 790 亿元，至 4,210 亿元，不良率上升 25 个基点至 2.45%。此数据已经剔除了农行不良贷款剥离和深发展 08 年 4 季度大规模核销带来的影响。
- 剔除农行不良剥离的影响后，五大国有银行的不不良贷款余额环比上升 20%，或 700 亿元，不良率上升 38 个基点至 2.81%。
- 剔除深发展大额核销影响后，股份制银行不良贷款余额环比上升 16%，或 100 亿元，不良率上升 12 个基点至 1.51%。
- 外资银行不良贷款余额环比飙升 56%，不良率从 08 年 3 季度的 0.50% 跃升至 0.83%。

我们认为不良贷款增长幅度超预期的主要原因是：1) 08 年 4 季度宏观经济状况不佳；2) 银行为了增加拨备覆盖率，4 季度执行更加严格的不良贷款确认准则，以此来平滑 09 年业绩增长。展望未来，我们对银行资产质量观点未变：

- 激进的信贷投放可能稀释 09 年的不良贷款问题，尤其是考虑到银监会要求小企业贷款至少应保持与总贷款相同的增速。
- 随着更多边际借款人和低效率项目获得贷款，中国银行业面临更大的信贷风险。在某种程度上，这无异于饮鸩止渴。

银监会对拨备覆盖率的要求使银行 09 年净利润增长面临更大挑战

中国银行业目前采用 08 年 4 季度大幅增加准备金计提，然后 09 年减少拨备，从而在 09 年拨备前利润 (PPOP) 持平或下降的情况下实现净利润正增长。但是，银监会在此次会议上指出，银行拨备覆盖率必须超过 130%，风险较高的银行更应该进一步将拨备准备率提高到 150% 以上。

如果上市银行 09 年拨备覆盖率维持在 130% 以上，银行就很难在不良贷款压力不断攀升的情况下，实现净利润的正增长。因此，如果银监会严格执行拨备覆盖率的要求，大型银行有可能调低 09 年净利润增长预测。



波段交易策略维持不变

在投资者对宏观经济趋势更加明确之前，我们建议投资者继续对银行股采用波段操作战略。

- 在 H 股市场，经过近期下跌，我们认为工行（09 年 1.55 倍市净率）/建行（09 年 1.5 倍市净率）/招行（09 年 1.65 倍市净率）目前估值合理，中国银行 09 年市盈率为 0.95 倍，更具长期投资价值。
- 在 A 股市场，目前经济下滑的情况下，中型银行例如浦发（09 年 1.96 倍市净率）/兴业（09 年 1.57 倍市净率）/深发展（09 年 1.62 倍市净率）目前的估值较高，**投资者应更多地关注建行和交行提供的交易性机会**：主要是因为：1）建行（09 年 1.62 倍市净率）/交行（09 年 1.47 倍市净率）销售网络覆盖更全面，但目前估值仅与中型银行类似；2）建行和交行目前 A 股和 H 股之间的溢价最低，分别仅为 12% 和 14%；3）美国银行承诺 09 年 1 月 7 日起 4 个月内将不会减持其持有的建行股份。

表 1：调整后的不良贷款数据

	2005	2006	2Q07	2007	3Q08	2008	08 vs 3Q
扣除农行和深发展不良贷款剥离后的不良贷款余额							
不良贷款余额（人民币，十亿元）	537	479	487	492	489	568	79
国有银行	324	305	321	348	351	421	70
股份制银行	120	89	89	77	64	74	10
城商行	84	65	63	51	50	48	-2
城市信用社	6	15	15	13	21	19	-2
外资银行	4	4	0	3	4	6	2
扣除农行和深发展不良贷款剥离后的不良贷款率							
不良贷款率（%）	3.71	2.83	2.59	2.49	2.20	2.45	0.25
国有银行	3.36	2.81	2.55	2.66	2.43	2.81	0.38
股份制银行	3.92	2.55	2.35	1.92	1.39	1.51	0.12
城商行	7.73	4.78	3.95	3.04	2.54	2.33	-0.21
城市信用社	6.03	5.90	4.80	3.97	4.44	3.94	-0.50
外资银行	1.05	0.78	0.51	0.46	0.50	0.83	0.33

资料来源：公司数据、中金公司研究部



表 2: 可比公司估值表

	股价 (当地 货币)	总股本 百万股	流通股 百万股	总市值 (当地货币, 十亿)	PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速					
					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	08E	09E	08-10 CAGR			
A股																						
国有大银行																						
工商银行	3.56	334,019	12,065	1189	1.89	2.02	1.89	1.70	1.02	1.19	1.12	1.04	16.2	18.8	17.9	16.9	33.3	4.4	3.7			
建设银行	3.85	233,689	9,000	900	2.13	2.21	1.92	1.75	1.15	1.33	1.21	1.08	18.4	20.6	18.7	17.1	35.0	2.5	2.2			
中国银行	3.00	253,839	6,494	762	1.93	2.07	1.75	1.71	1.10	1.01	0.95	0.95	13.0	13.7	14.1	14.8	12.9	4.7	8.6			
交通银行	5.14	48,994	2,233	252	1.96	2.03	1.72	1.61	1.07	1.22	1.05	0.94	18.2	19.6	17.5	16.4	38.1	1.0	2.5			
中小股份制银行																						
招商银行	13.18	14,703	7,246	194	2.17	2.44	1.84	1.69	1.36	1.50	1.05	1.03	24.8	27.7	19.1	19.4	39.2	-18.0	-1.9			
中信银行	4.00	39,033	1,785	156	1.88	2.12	1.61	1.63	0.97	1.31	0.97	0.93	14.4	15.8	12.2	12.6	70.6	-14.0	-1.9			
民生银行	4.34	18,823	15,729	82	1.39	1.83	1.44	1.50	0.77	1.06	0.81	0.77	18.2	20.6	16.9	16.5	66.9	-10.4	0.6			
浦发银行	15.62	5,661	4,600	88	1.81	1.77	1.42	1.42	0.69	1.02	0.76	0.71	20.7	32.1	21.1	18.3	45.9	-22.1	-1.4			
兴业银行	17.93	5,000	3,980	90	1.71	1.91	1.71	1.54	1.17	1.25	1.04	0.94	31.2	26.4	21.3	19.4	34.8	-2.3	1.7			
华夏银行	8.03	4,997	1,687	40	1.43	1.40	1.38	1.28	0.41	0.62	0.55	0.53	17.0	19.4	14.1	14.0	59.5	5.4	8.0			
深发展	10.62	3,105	1,757	33	1.88	2.02	1.64	1.45	0.86	0.15	0.70	0.60	27.0	4.2	18.9	15.4	-83.5	441.3	138.0			
城市商业银行																						
北京银行	9.98	6,228	1,200	62	1.67	2.22	1.95	1.63	1.07	1.44	1.23	1.03	18.3	19.0	16.7	15.1	64.9	2.2	2.3			
南京银行	9.44	1,837	630	17	1.83	2.27	2.17	1.95	1.36	1.66	1.37	1.26	14.5	13.9	13.3	13.7	58.8	4.2	7.9			
宁波银行	7.32	2,500	450	18	1.94	2.06	1.81	1.81	1.44	1.58	1.11	0.95	17.0	16.3	13.3	12.9	45.2	-10.9	-2.9			
H股																						
大型银行																						
工商银行	3.44	334,019	83,057	1149	1.89	2.02	1.89	1.70	1.02	1.19	1.12	1.04	16.2	18.8	17.9	16.9	33.3	4.4	3.7			
建设银行	3.91	233,689	52,271	914	2.13	2.21	1.92	1.75	1.15	1.33	1.21	1.08	18.4	20.6	18.7	17.1	35.0	2.5	2.2			
中国银行	2.04	253,839	76,020	518	1.93	2.07	1.75	1.71	1.10	1.01	0.95	0.95	13.0	13.7	14.1	14.8	12.9	4.7	8.6			
交通银行	5.13	48,994	6,734	251	1.96	2.03	1.72	1.61	1.07	1.22	1.05	0.94	18.2	19.6	17.5	16.4	38.1	1.0	2.5			
中小股份制银行																						
招商银行	12.32	14,703	2,662	181	2.17	2.44	1.84	1.69	1.36	1.50	1.05	1.03	24.8	27.7	19.1	19.4	39.2	-18.0	-1.9			
中信银行	2.75	39,033	12,402	107	1.88	2.12	1.61	1.63	0.97	1.31	0.97	0.93	14.4	15.8	12.2	12.6	70.6	-14.0	-1.9			
EPS																						
	07A	08E	09E	10E	BVPS				P/PPoP				P/E				P/B				Dividend Yield	
	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E		
A股																						
国有大银行																						
工商银行	0.24	0.33	0.34	0.35	1.61	1.81	1.96	2.14	7.8	6.4	6.2	6.2	14.6	10.9	10.5	10.2	2.21	1.96	1.82	1.67		
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.42	1.81	2.07	2.30	2.56	7.0	5.8	5.9	5.7	13.0	9.7	9.4	9.2	2.13	1.86	1.67	1.51		
中国银行	0.22	0.25	0.26	0.30	1.66	1.78	1.89	2.06	7.0	5.7	5.9	5.4	13.5	12.0	11.5	10.2	1.81	1.69	1.58	1.46		
交通银行	0.42	0.58	0.58	0.60	2.72	3.15	3.50	3.87	6.7	5.4	5.4	5.0	12.3	8.9	8.8	8.5	1.89	1.63	1.47	1.33		
中小股份制银行																						
招商银行	1.04	1.44	1.18	1.39	4.62	5.79	6.61	7.70	8.0	5.6	6.3	5.8	12.7	9.1	11.1	9.5	2.85	2.28	1.99	1.71		
中信银行	0.21	0.36	0.31	0.35	2.15	2.46	2.65	2.89	9.7	6.8	7.7	6.6	18.8	11.0	12.8	11.4	1.86	1.62	1.51	1.38		
民生银行	0.34	0.56	0.50	0.57	2.67	2.78	3.20	3.69	7.1	4.5	4.9	3.9	12.9	7.7	8.6	7.6	1.63	1.56	1.36	1.18		
浦发银行	1.26	1.84	1.44	1.57	6.50	6.49	7.95	9.24	4.7	4.9	5.8	4.9	12.4	8.5	10.9	9.9	2.40	2.41	1.96	1.69		
兴业银行	1.72	2.31	2.26	2.39	7.78	9.77	11.46	13.29	7.2	5.1	4.8	4.6	10.4	7.7	7.9	7.5	2.30	1.83	1.57	1.35		
华夏银行	0.50	0.80	0.84	0.93	3.11	5.63	6.27	6.99	4.6	4.4	3.8	3.5	16.1	10.1	9.5	8.6	2.58	1.43	1.28	1.15		
深发展	1.16	0.19	1.03	1.08	5.67	4.96	6.56	7.49	4.2	4.0	4.4	4.1	9.2	55.7	10.3	9.8	1.87	2.14	1.62	1.42		
城市商业银行																						
北京银行	0.54	0.89	0.91	0.93	4.28	5.05	5.78	6.52	11.9	7.3	6.9	6.8	18.6	11.3	11.0	10.8	2.33	1.98	1.73	1.53		
南京银行	0.50	0.79	0.82	0.92	5.41	5.90	6.40	6.99	14.2	8.8	7.3	6.7	19.1	12.0	11.5	10.3	1.74	1.60	1.47	1.35		
宁波银行	0.38	0.55	0.49	0.52	3.21	3.56	3.86	4.21	14.3	10.2	9.1	7.4	19.2	13.3	14.9	14.0	2.28	2.06	1.90	1.74		
A股大银行平均																						
A股中小银行平均																						
A股城商行平均																						
A股银行平均																						
H股																						
大型银行																						
工商银行	0.24	0.33	0.34	0.35	1.61	1.81	1.96	2.14	7.1	5.4	5.3	5.5	13.3	9.2	8.9	8.9	2.01	1.64	1.55	1.46		
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.42	1.81	2.07	2.30	2.56	6.7	5.1	5.3	5.2	12.5	8.5	8.4	8.5	2.04	1.63	1.50	1.39		
中国银行	0.22	0.25	0.26	0.30	1.66	1.78	1.89	2.06	4.5	3.3	3.5	3.3	8.7	7.1	6.9	6.3	1.16	0.99	0.95	0.90		
交通银行	0.42	0.58	0.58	0.60	2.72	3.15	3.50	3.87	6.3	4.6	4.8	4.5	11.6	7.7	7.8	7.7	1.78	1.41	1.29	1.21		
中小股份制银行																						
招商银行	1.04	1.44	1.18	1.39	4.62	5.79	6.61	7.70	7.0	4.5	5.2	4.9	11.2	7.4	9.2	8.1	2.51	1.84	1.65	1.45		
中信银行	0.21	0.36	0.31	0.35	2.15	2.46	2.65	2.89	6.3	4.0	4.7	4.1	12.1	6.5	7.8	7.1	1.20	0.97	0.92	0.86		
H股银行平均																						
6.3 4.5 4.8 4.6 11.6 7.7 8.2 7.8 1.78 1.42 1.31 1.21 5.5 5.0 5.2																						

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部; 注: HK\$/RMB@08=1.15, HK\$/RMB@09=1.13, HK\$/RMB@10=1.10

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。