



银行

信贷高速增长带来估值水平的提升

中金公司研究部

分析师: 毛军华、罗景

maojh@cicc.com.cn, luojing@cicc.com.cn

..... 2009 年 2 月 04 日

事件:

国务院总理温家宝 1 月 28 日在出席达沃斯世界经济论坛时透露, 2009 年 1 月份的前 20 天, 银行业金融机构新增贷款达到 9000 亿元。同时, 一些工业品价格开始回升, 企业库存和港口积压的货物开始减少。。

评论:

1 月份新增人民币贷款 1.4-1.6 万亿, 同比增速达到 20%。我们估计四大国有银行 1 月份新增贷款 7000-8000 亿元, 银行体系新增人民币贷款接近 1.4-1.6 万亿, 按可比口径同比增速接近 20%。我们估计, 新增贷款中票据贴现为 4000-5000 亿元, 即约占新增贷款的 30%-40%; 因此扣除贴现后的一般性贷款新增 9000-12000 亿, 而去年同期只有 8000 亿元 (图 1)。

新增贷款主要来自短期资金周转和政府项目。分析 12 月份新增贷款数据, 票据贴现占比 28%, 短期流动资金贷款占比 27%, 中长期企业贷款占比 31% (表 1)。我们估计 1 月份新增贷款中票据 30%-40%, 流动资金贷款 20%-25%, 政府相关项目占比 25%-30%, 这三项仍然是主要的新增贷款投向, 私人部门投资增加带来的信贷需求并不显著。

信贷增速会在下半年放缓。我们与银行访谈中, 近两三个月信贷大规模投放归结于以下几个方面原因:

- (1) 在信贷紧缩环境下, 相当一部分企业的融资是通过民间借贷等方式获得的; 货币政策放松后, 低成本信贷的可获得性大大增强, 因此出现了爆发式增长, 是对信贷紧缩政策的修正。
- (2) 银行倾向于先下手为强, 从而在政府项目挑选上获得主动权。
- (3) 已授信企业在资金周转放缓的情况下提取贷款。通常银行会给予企业授信额度, 但企业不一定会提取贷款。银行反映, 在资金周转放缓的情况下, 即使是像中远这样的大型企业也大量提取了贷款。

银行普遍认为支持信贷如此快速增长的因素并不持续, 预计信贷增速将会在下半年逐渐放缓。根据我们对 98-02 年数据的观察, 信贷增速高速增长持续了大约 3 个季度 (图 2)。

银行逆周期投放大量贷款, 资产质量虽无近忧, 但有远虑。信贷的大量投放为化解存量不良贷款创造了条件, 因此不良贷款的上升在 2009 年会低于我们的预期。不过, 银行认同新增贷款审批中, 一些边际借款人获得了贷款, 带来了新的不良贷款。根据 2003 年人民银行天津分行的一项调研, 津、晋、冀、蒙四省市 1998-2002 年国债配套项目贷款的不良率为 2.4%, 关注类贷款比率为 18.2%。不过银行认为, 这些新增贷款风险暴露需要 2-3 年时间; 若到时经济复苏, 那么新增贷款的风险就不会大幅爆发, 可以通过盈利的成长来消化。

信贷增速加快对 09 年 1 季度利润贡献不大, 更多体现在下半年。银行表示信贷的快速增长对 1 季度利润贡献不大, 因为: (1) 低收益的票据贴现、转贴现占比较高; (2) 1 季度发放的贷款生息时间只有两到三个月, 而期末时需要针对新增贷款税前计提一般性准备, 两相抵扣, 因此对净利润的影响更多体现在下半年。

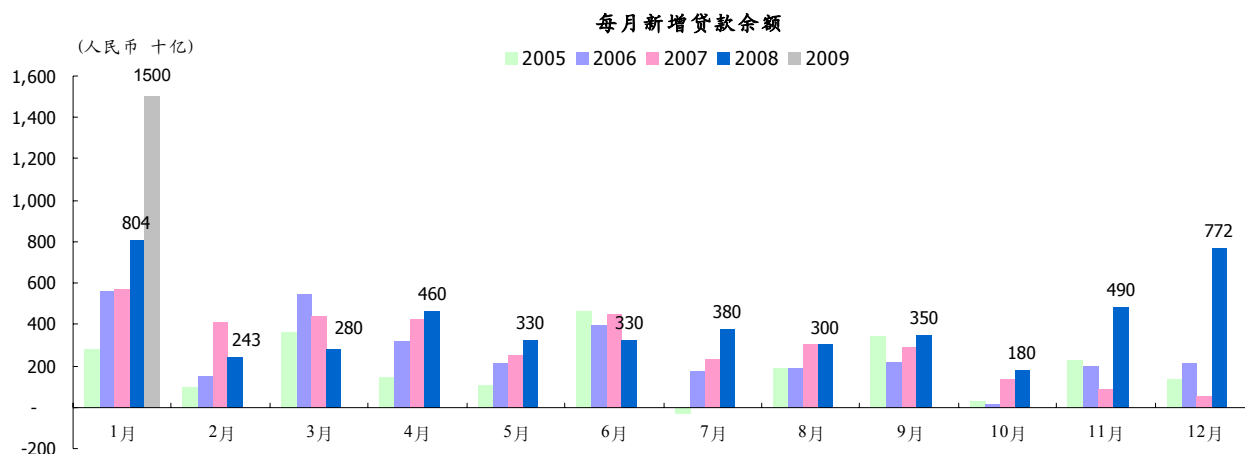


信贷迅速投放降低了央行继续大幅降息的必要性，使得 2009 年全年净息差下降幅度可能会好于预期。由于 09 年信贷投放超过预期，这就降低了央行进一步大幅降息的必要性，从而使 2009 年净息差下降幅度好于预期。我们的模型中假设 09 年将继续降息 81 个基点；如果 09 年不再降息，上市银行的净息差很有可能在 09 年第 2 季度见底，我们 2010 年的盈利预测会向上调整 7%-19%（表 2）。不过，国务院 30 条意见中提及“增强贷款利率下浮的弹性”，如果这在 09 年实施将对银行净息差带来较大冲击。

关注宏观预期改变带来的银行股投资机会，但估值能否持续提升取决于经济复苏能否持续。我们 2009 年银行业年度策略的主题就是银行股随着经济见底而见底。伴随着信贷的大量投放，很有可能出现 GDP 增速季度环比 08 年 4 季度见底、同比 09 年 1、2 季度见底的情况，这一预期的形成会推动银行股估值水平的提升。我们观察了 05 年上市银行的估值水平，招行的市净率在 1.5-2.5 倍，民生、浦发的市净率在 1.3-1.8 倍，华夏市净率在 1.2-1.7 倍（图 3）。不过，估值水平能否持续提升，还要取决于经济复苏能否持续。

在流动性推动的市场下，2 月份 A 股市场看好绝对估值较低的银行；H 股市场首选中行/中信。在 A 股市场，1 月份部分中小型银行股包括我们首选的兴业/深发展已经反弹了约 30%（表 3），09 年 PB 在 1.7-1.8 倍之间，浦发银行为 2 倍，与招行接近（表 4）。在流动性推动的市场条件下，我们看好估值相对较低的华夏、民生、交行、南京。在 H 股市场，1 月份 H 股银行受到减持压力略跑输指数（表 3），我们 2 月份的首选为中行/中信，而工商银行在下跌 18%后估值风险大为释放，工行的卖空交易可予以平仓。

图 1：各月新增贷款比较



资料来源：人民银行、中金公司研究部

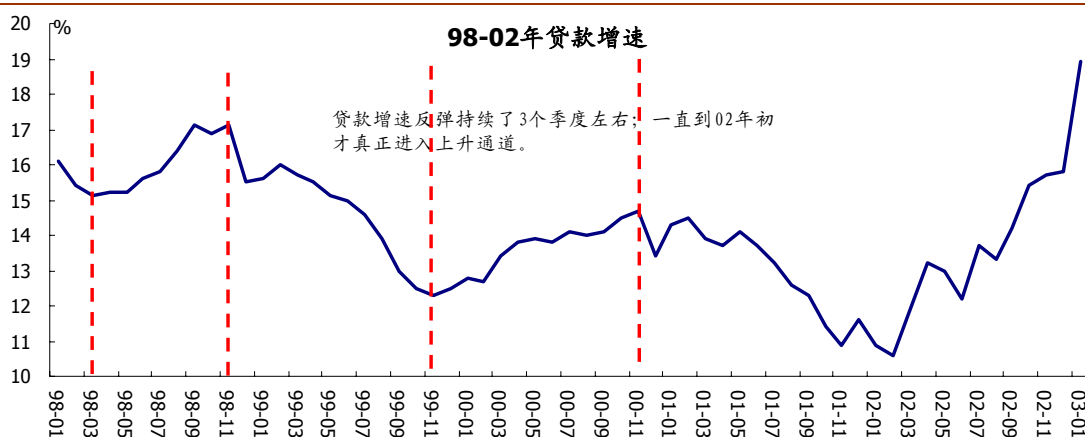


表 1: 08 年 12 月份新增贷款投向

人民币, 亿元	2008年11月	2008年12月	12月新增	新增占比
居民户贷款	56,492	57,060	568	7
消费性贷款	36,681	37,212	531	7
短期	3,965	4,137	173	2
中长期	32,716	33,075	358	5
经营性贷款	19,811	19,848	37	0
短期	14,583	14,555	-28	-0
中长期	5,228	5,293	65	1
农户	12,086	11,972	-114	-1
公司贷款	239,257	246,407	7,150	93
短期	104,221	106,341	2,120	27
--工业	35,594	36,146	551	7
--商业	17,254	17,743	488	6
--建筑业	3,672	3,687	16	0
--农业	5,491	5,657	166	2
--其他	45,157	45,842	685	9
贴现	17,132	19,279	2,147	28
中长期	114,192	116,617	2,425	31
其他	3,712	4,170	458	6
总贷款	295,750	303,468	7,718	100

资料来源: 人民银行、中金公司研究部

图 2: 98 年-02 年信贷增速变化情况



资料来源: 人民银行、中金公司研究部

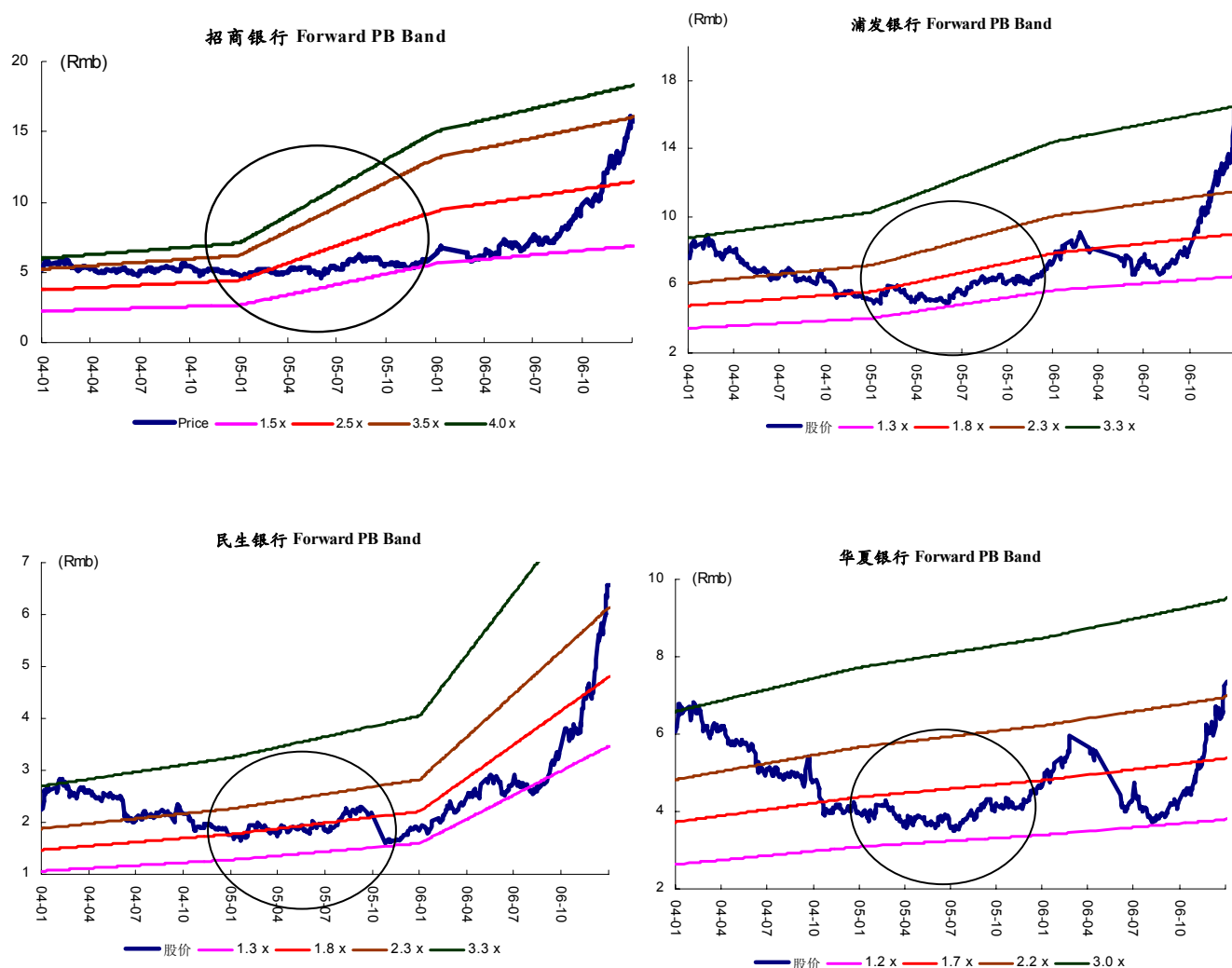
表 2: 若 09 年不降息对 09 年和 10 年盈利预测的影响

人民币, 百万元	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	深发展	华夏	北京	南京	宁波
原预测09年降息对09年净利息收入的影响														
4月降息81个基点	-4,840	-4,248	-2,682	-1,066	-1,440	-170	-392	-98	-763	-201	-230	-407	-27	-103
对净利润影响	-3,630	-3,186	-2,012	-800	-1,080	-127	-294	-74	-572	-151	-172	-305	-20	-77
原预测09年降息对10年净利息收入的影响														
4月降息81个基点	-14,692	-14,780	-11,487	-7,204	-3,311	-2,875	-1,127	-2,705	-2,030	-361	-162	-1,206	-172	-234
对净利润影响	####	####	-8,612	-5,398	-2,478	-2,149	-836	-2,018	-1,511	-258	-106	-888	-111	-156
假设09年不降息09年盈利预测提升幅度	3.2	3.3	3.0	2.8	6.2	1.0	2.7	0.8	5.1	4.2	4.1	5.4	1.3	6.3
假设09年不降息10年盈利预测提升幅度	9.4	11.4	11.5	18.2	12.1	15.7	6.8	18.9	12.6	6.8	2.3	15.4	6.6	12.0

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



图 3: 银行股市净率



资料来源: 公司数据、中金公司研究部



表 3: 1 月份银行股股价表现

	Last price	Last day	1 week	2 weeks	3 week	Jan change
A shares						
ICBC	3.66	(0.8)	2.8	2.2	1.7	3.4
CCB	4.00	(1.5)	3.9	6.4	2.8	4.4
BOC	3.06	(0.6)	2.0	2.7	1.7	3.0
BoCom	5.48	(0.7)	6.6	8.5	8.1	15.6
CMB	13.51	(1.8)	2.5	8.5	7.3	11.1
CITICB	4.02	(1.0)	0.5	3.3	1.5	4.1
MSB	4.54	(1.3)	4.6	9.4	9.4	11.5
SPDB	16.69	1.3	6.9	18.5	21.6	26.0
CIB	18.68	(0.2)	4.2	21.5	24.0	27.9
HXB	8.28	(1.4)	3.1	10.5	11.0	13.9
SZDB	11.64	(1.3)	9.6	18.2	19.9	23.0
BONJ	9.82	3.3	4.0	13.0	13.1	17.0
BONB	7.42	0.1	1.4	7.4	6.3	9.1
BOBJ	10.22	(1.9)	2.4	12.2	11.5	14.7
SHSZ300	2032.68	(0.6)	2.1	6.0	8.0	11.8
H shares						
ICBC	3.35	(0.9)	3.4	(2.6)	(8.2)	(17.9)
CCB	3.85	(1.5)	4.3	(1.5)	(1.8)	(9.4)
BOC	2.07	2.5	7.8	1.5	5.6	(2.4)
BoCom	5.18	4.6	9.7	1.0	(8.3)	(7.3)
CMB	12.88	4.4	11.4	4.5	(4.9)	(10.3)
CITICB	2.94	4.3	4.3	6.9	5.4	10.9
HSCEI	7131.98	1.8	7.1	(0.2)	(7.7)	(9.6)

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



表 4：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			
					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
A股																
国有大银行																
工商银行	3.73	334,019	12,065	1246	1.89	2.02	1.89	1.70	1.02	1.19	1.12	1.04	16.2	18.8	17.9	16.9
建设银行	4.08	233,689	9,000	953	2.13	2.21	1.92	1.75	1.15	1.33	1.21	1.08	18.4	20.6	18.7	17.1
中国银行	3.10	253,839	6,494	787	1.93	2.07	1.75	1.71	1.10	1.01	0.95	0.95	13.0	13.7	14.1	14.8
交通银行	5.59	48,994	2,233	274	1.96	2.03	1.72	1.61	1.07	1.22	1.05	0.94	18.2	19.6	17.5	16.4
中小股份制银行																
招商银行	13.91	14,703	7,246	205	2.17	2.44	1.84	1.69	1.36	1.50	1.05	1.03	24.8	27.7	19.1	19.4
中信银行	4.12	39,033	1,785	161	1.88	2.12	1.61	1.63	0.97	1.31	0.97	0.93	14.4	15.8	12.2	12.6
民生银行	4.56	18,823	15,729	86	1.39	1.83	1.44	1.50	0.77	1.06	0.81	0.77	18.2	20.6	16.7	16.4
浦发银行	16.69	5,661	4,600	94	1.81	1.72	1.33	1.39	0.69	1.17	0.82	0.76	20.7	37.2	23.6	20.5
兴业银行	19.24	5,000	3,980	96	1.71	1.91	1.71	1.54	1.17	1.25	1.04	0.94	31.2	26.4	21.3	19.4
华夏银行	8.78	4,997	1,687	44	1.43	1.40	1.38	1.28	0.41	0.62	0.55	0.53	17.0	19.4	14.1	14.0
深发展	11.95	3,105	1,757	37	1.88	2.02	1.64	1.45	0.86	0.15	0.70	0.60	27.0	4.2	18.9	15.4
城市商业银行																
北京银行	10.42	6,228	1,200	65	1.67	2.22	1.95	1.63	1.07	1.44	1.23	1.03	18.3	19.0	16.7	15.1
南京银行	10.24	1,837	630	19	1.83	2.27	2.17	1.95	1.36	1.66	1.37	1.26	14.5	13.9	13.3	13.7
宁波银行	7.64	2,500	450	19	1.94	2.06	1.81	1.81	1.44	1.58	1.11	0.95	17.0	16.3	13.3	12.9
H股																
大型银行																
工商银行	3.30	334,019	83,057	1102	1.89	2.02	1.89	1.70	1.02	1.19	1.12	1.04	16.2	18.8	17.9	16.9
建设银行	3.77	233,689	52,271	881	2.13	2.21	1.92	1.75	1.15	1.33	1.21	1.08	18.4	20.6	18.7	17.1
中国银行	2.01	253,839	76,020	510	1.93	2.07	1.75	1.71	1.10	1.01	0.95	0.95	13.0	13.7	14.1	14.8
交通银行	4.95	48,994	6,734	243	1.96	2.03	1.72	1.61	1.07	1.22	1.05	0.94	18.2	19.6	17.5	16.4
中小股份制银行																
招商银行	12.22	14,703	2,662	180	2.17	2.44	1.84	1.69	1.36	1.50	1.05	1.03	24.8	27.7	19.1	19.4
中信银行	2.81	39,033	12,402	110	1.88	2.12	1.61	1.63	0.97	1.31	0.97	0.93	14.4	15.8	12.2	12.6
	每股收益				每股净资产				市值/拨备前利润				市盈率			
	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	8.2	6.7	6.5	6.5	15.3	11.5	11.0	10.7
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.42	1.81	2.07	2.30	2.56	7.4	6.2	6.3	6.0	13.8	10.2	10.0	9.8
中国银行	0.22	0.25	0.26	0.30	1.66	1.78	1.89	2.06	7.2	5.9	6.1	5.6	14.0	12.4	11.8	10.5
交通银行	0.42	0.58	0.58	0.60	2.72	3.15	3.50	3.87	7.3	5.8	5.9	5.4	13.4	9.7	9.6	9.3
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	8.4	5.9	6.7	6.1	13.4	9.6	11.8	10.0
中信银行	0.21	0.36	0.31	0.35	2.15	2.46	2.65	2.89	10.0	7.0	7.9	6.8	19.3	11.3	13.2	11.8
民生银行	0.34	0.56	0.50	0.57	2.67	2.80	3.22	3.71	7.5	4.7	5.1	4.1	13.5	8.1	9.1	8.0
浦发银行	1.26	2.20	1.70	1.89	6.50	6.85	8.46	10.01	5.0	5.2	6.0	4.8	13.2	7.6	9.8	8.8
兴业银行	1.72	2.31	2.26	2.39	7.78	9.77	11.46	13.29	7.7	5.4	5.2	4.9	11.2	8.3	8.5	8.0
华夏银行	0.50	0.80	0.84	0.93	3.11	5.63	6.27	6.99	5.0	4.8	4.2	3.9	17.6	11.0	10.4	9.4
深发展	1.16	0.19	1.03	1.08	5.67	4.96	6.56	7.49	4.7	4.6	4.9	4.6	10.3	62.6	11.6	11.1
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	12.4	7.6	7.2	7.1	19.4	11.8	11.5	11.2
南京银行	0.50	0.79	0.82	0.92	5.41	5.90	6.40	6.99	15.4	9.5	7.9	7.2	20.7	13.0	12.5	11.2
宁波银行	0.38	0.55	0.49	0.52	3.21	3.56	3.86	4.21	14.9	10.6	9.5	7.7	20.1	13.8	15.5	14.7
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	6.8	5.2	5.1	5.2	12.7	8.8	8.6	8.6
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.42	1.81	2.07	2.30	2.56	6.5	4.9	5.1	5.1	12.0	8.2	8.1	8.2
中国银行	0.22	0.25	0.26	0.30	1.66	1.78	1.89	2.06	4.4	3.3	3.5	3.3	8.5	7.0	6.8	6.2
交通银行	0.42	0.58	0.58	0.60	2.72	3.15	3.50	3.87	6.1	4.5	4.6	4.3	11.2	7.5	7.5	7.5
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	11.1	7.3	9.1	8.0
中信银行	0.21	0.36	0.31	0.35	2.15	2.46	2.65	2.89	6.4	4.1	4.8	4.2	12.4	6.7	7.9	7.3
H股银行平均																

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。