

买入银行股正当时

——09年1季度银行业投资策略

渤海证券 张继袖

推荐理由

政策面

➤保八的经济目标决定了国家实施积极的财政政策和宽松的货币政策

➤两大积极政策的贯彻执行需要银行信贷的配合

行业基本面好转迹象明显

➤一般性贷款增长较快

➤存款同比增速略有降低，活期存款占比略有提高

➤08年4季度各银行加大提备和核销力度，缓解信用成本压力

➤央行货币政策转向，NIM进一步大幅下降的概率大大降低

➤存款准备金还有下降空间

➤随着各行业利润见底后的逐渐回暖，银行业资产质量大幅下降的风险也在降低

公司股价低估

➤北京银行在14家上市银行中估值中等，以2月11日的收盘价为基准，预估09年每股净资产为5.04元，PB为1.88倍

➤采用DCF-ke估值模型，公司价值区间在13.36-17.25元，价值中枢15.06元/股，维持买入评级，目标价13.36元

一、政策面:保八目标需要信贷支持

- 积极的财政政策和适度宽松的货币政策是银行业收入下行格局中的规模增长变量
- <关于当前金融促进经济发展的若干意见>放宽了金融机构对涉农和中小企业贷款的呆账核销条件
- 银监会1月10日印发<关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知>,加大对经济发展的信贷支持力度
- 根据09年M2增速17%的目标,我们预计银行业贷款增速将达到15%,前两个季度增速会更快
- 根据发改委披露的4万亿投资项目和数额分配,假设09年和10年固定资产投资分别为2万亿,09年和10年分别可拉动贷款9000亿元

一、政策面:保八目标需要信贷支持

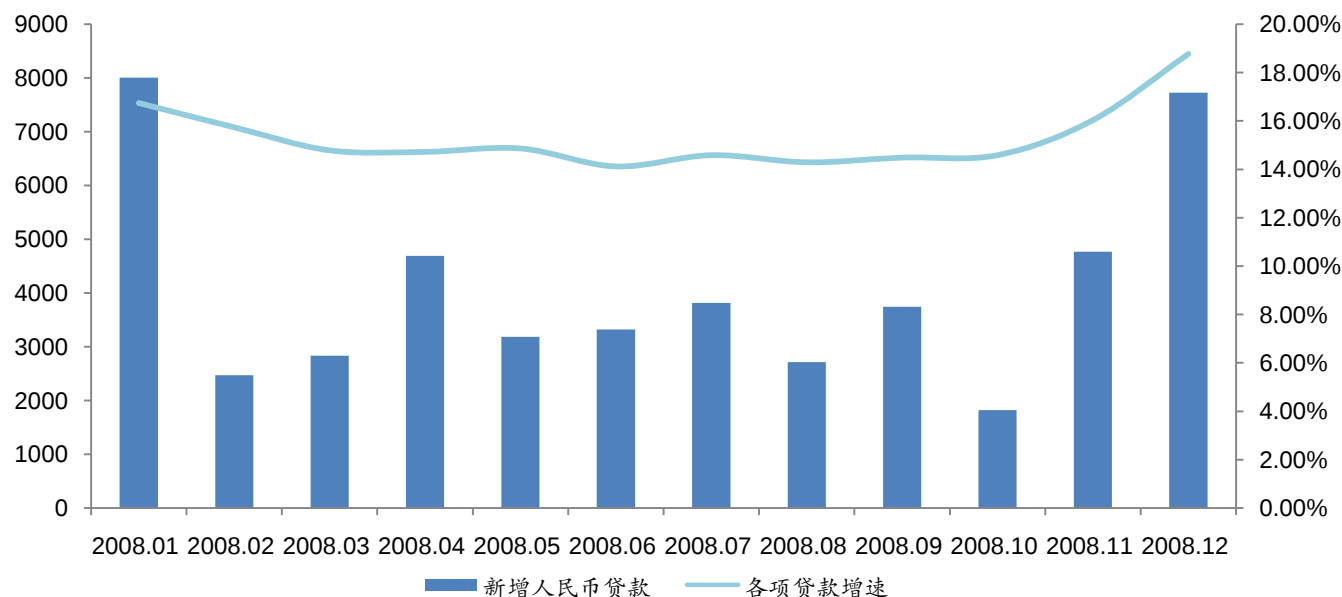
表1: 政策刺激下的贷款扩张

单位: 亿元		投资计划		贷款部分	
项目	2009	2010	贷款占比	2009	2010
保障性安居工程	1,400	1,400	33%	462	462
农村民生工程和基础设施	1,850	1,850	33%	610.5	610.5
铁路、公路和机场	9,000	9,000	60%	5400	5400
医疗卫生、文化教育事业	200	200	33%	66	66
生态环境工程	1,750	1,750	33%	577.5	577.5
自主创新和结构调整	800	800	33%	264	264
灾后重建	5,000	5,000	33%	1650	1650
合计	20,000	20,000		9,030	9,030

二、行业基本面好转迹象明显—一般性贷款增长较快

- 08年12月底，人民币各项贷款余额30.35万亿元，按可比口径同比增长18.76%，增幅比上年末高2.66个百分点。全年人民币贷款按可比口径增加4.91万亿元，同比多增1.28万亿元。按可比口径，12月单月新增7718亿元，仅低于1月份水平。我们预计09年1季度信贷仍将保持较快增速，保守估计应该在18%左右。

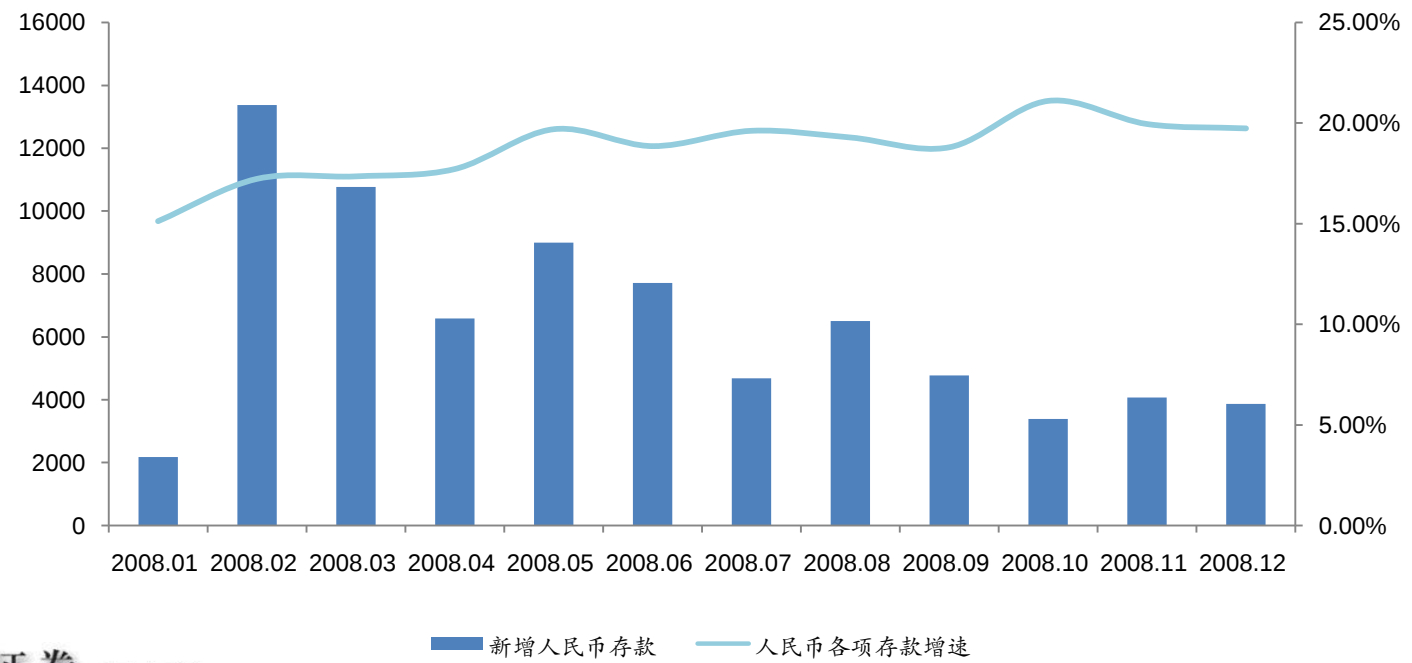
图1：08年各月新增贷款和贷款增速



二、行业基本面好转迹象明显 - 存款同比增速略有降低，活期存款占比略有提高

➤ 08年12月末，金融机构人民币各项存款余额46.62万亿元，同比增长19.73%，比上月末低0.21%。全年人民币各项存款增加7.69万亿元，同比多增2.3万亿元。12月新增存款3834亿，同比少增30亿，环比少增204亿，活期存款占比由11月的36.3%上升至37.7%，略有“转活”趋势。

图2：08年各月新增存款和存款增速



二、行业基本面好转迹象明显 - 资产质量好于预期

- 据中国银监会初步统计，截至2008年12月末，我国境内商业银行（包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行）不良贷款余额5681.8亿元，比年初大幅减少7002.4亿元；不良贷款率2.45%，比年初大幅下降3.71个百分点。
- 假如还原农行在08年11月剥离的7000亿不良，08年底的不良余额为1.26万亿，与07年持平，还原后不良率为5.31%，比07年低86BP。
- 截至08年第三季度，上市银行不良率2.11%，好于行业整体水平。我们认为政策面的刺激和宏观经济的复苏会缓解09年银行业不良率上升的速度。

二、行业基本面好转迹象明显 - 资产质量好于预期

表1：08年行业不良贷款情况

单位：亿元	08年		比07年	
	余额	占全部贷款比例	余额	占全部贷款比例
不良贷款	5,681.80	2.45%	-7,002.40	-3.72%
其中：次级类贷款	2,664.30	1.15%	481	0.09%
可疑类贷款	2,446.90	1.06%	-2,176.90	-1.19%
损失类贷款	570.6	0.25%	-5,306.50	-2.61%
不良贷款分机构				
主要商业银行	4,944.90	2.49%	-7,065.00	-4.23%
国有商业银行	4,208.20	2.81%	-6,941.30	-5.24%
股份制商业银行	736.6	1.51%	-123.8	-0.64%
城市商业银行	484.5	2.33%	-27	-0.71%
农村商业银行	191.5	3.94%	60.9	-0.03%
外资银行	61	0.83%	28.8	0.37%

二、行业基本面好转迹象明显 - 资产质量好于预期

表2：08年第三季度上市银行不良贷款情况

2008Q3 ， 百万	贷款余额	不良贷款余额	不良率
工行	4, 420, 065	104, 881	2. 37%
建行	3, 610, 741	78, 537	2. 18%
深发展A	285, 000	1, 900	0. 67%
浦发	642, 755	7, 664	1. 19%
民生	631, 420	7, 734	1. 22%
招行	762, 417	9, 149	1. 20%
兴业	454, 652	4, 802	1. 06%
华夏	n/a	n/a	n/a
北京	184, 060	2, 994	1. 63%
南京	n/a	n/a	n/a
宁波	46, 563	298	0. 64%
中行	3, 290, 151	84, 886	2. 58%
中信	652, 024	8, 933	1. 37%
交行	1, 297, 582	22, 708	1. 75%
合计	16, 251, 554	343, 667	2. 11%

注：深发展A按最新业绩预告数

二、行业基本面好转迹象明显 - 银行加大提备和核销力度

- 08年4季度银行将加大提备和核销力度，预计08年大银行拨备覆盖率125%，中小银行拨备覆盖率150%，将显著缓解09年信用成本压力。
- 但是这将导致银行08年4季度利润出现较大的环比负增长，不过这有利于保证银行业在09年有4-5%的盈利增速。
- 以深发展A的业绩预告为例，公司在2008年年底进行了特别的大额拨备及核销，第四季度新增拨备约为56亿元，核销约94亿元，核销了全部损失类和可疑类的不良贷款，以及很大一部分的次级类贷款。本次特别大额拨备及核销后，公司拨备充足率预计将超过300%，拨备覆盖率预计约为105%。由于特别大额信贷拨备，2008年全年净利润降至约6亿元（EPS约为0.20元/股），较2007年全年降低约77%。

二、行业基本面好转迹象明显 - 银行加大提备和核销力度

表3：08年中期上市银行核心监管指标

2008H, %	资本充足率	核心资本充足率	不良贷款比例	拨备覆盖率
深发展A	8.53	6.15	4.64	53.75
宁波银行	17.02	15.5	0.4	323.44
浦发银行	8.66	4.95	1.22	215.08
华夏银行	8.22	4.51	2.06	126.12
民生银行	9.21	6.57	1.21	114.2
招商银行	10.41	8.83	1.25	216.13
南京银行	25.59	22.56	1.39	191.86
兴业银行	10.85	8.49	1.04	174.38
北京银行	19.14	16.18	1.74	140.92
交通银行	14.06	9.98	1.83	107.65
工商银行	12.46	10.33	2.41	116.08
建设银行	12.06	10.08	2.21	117.23
中国银行	13.78	10.85	2.58	120.39
中信银行	14.28	12.34	1.45	115.41

二、行业基本面好转迹象明显 - 银行加大提备和核销力度

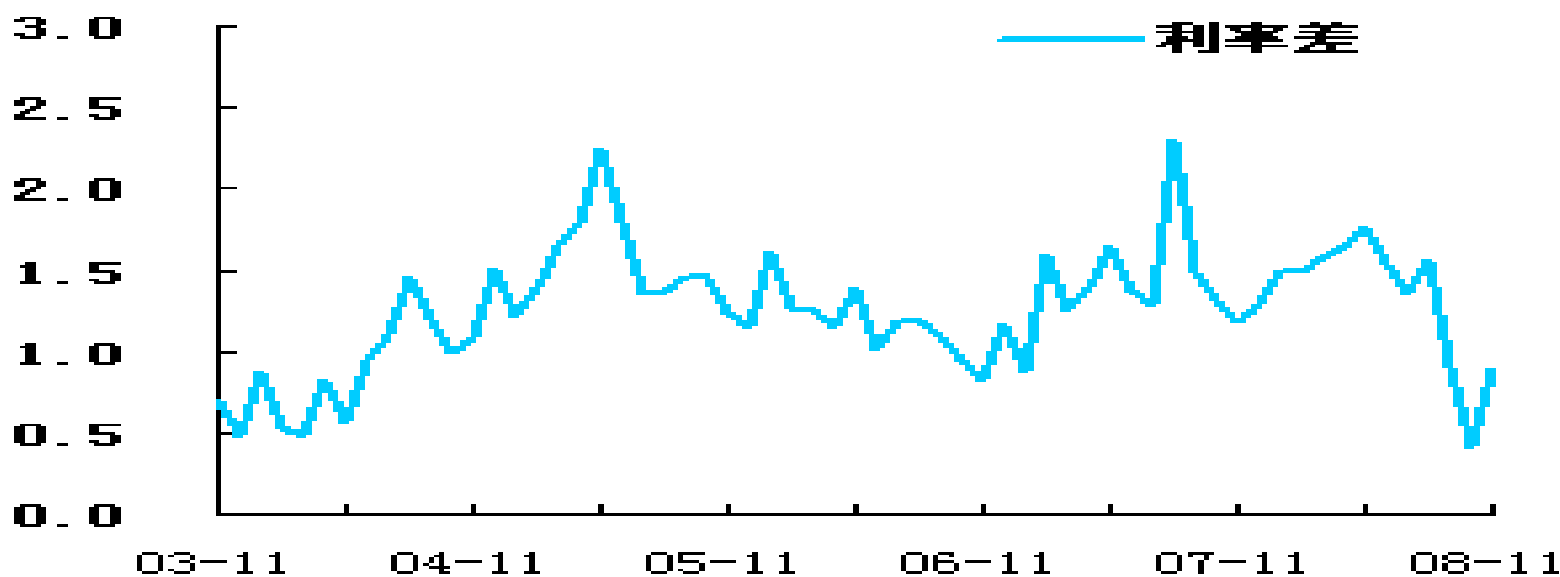
► 表4：08年三季度上市银行核心监管指标

2008Q3, %	资本充足率	核心资本充足率	不良贷款比例	拨备覆盖率
深发展A	8.84	6.48	4.28	54.59
宁波银行	16.44	15	0.63	201.69
浦发银行	8.47	5.17	1.19	215.91
华夏银行				
民生银行			1.22	123.78
招商银行	12.82	8		
南京银行				
兴业银行	11.05		1.06	168.29
北京银行				
交通银行	13.77	9.79	1.75	113.84
工商银行	12.62	10.51	2.37	121.16
建设银行	12.1	10.2	2.17	119.41
中国银行	13.89	11.04	2.58	121.49
中信银行	14.66	12.88	1.37	120.27

二、行业基本面好转迹象明显 - 银行具有主动调整息差的能力

- 出于呵护银行的角度考虑，央行在9月16日非对称性降息之后，陆续采取对称性降息的策略
- 银行有主动改善息差的能力：无论在95 - 97年和04 - 07年的加息周期，还是在96 - 02年的降息周期中，上市银行实现了息差从1.32%到3.04%的逐年扩大。未来贷款占比低、利率敏感性负债高以及风险定价能力强的公司有较大的息差改善空间。

图3：对称性降息导致利率差反弹



二、行业基本面好转迹象明显 - 银行具有主动调整息差的能力

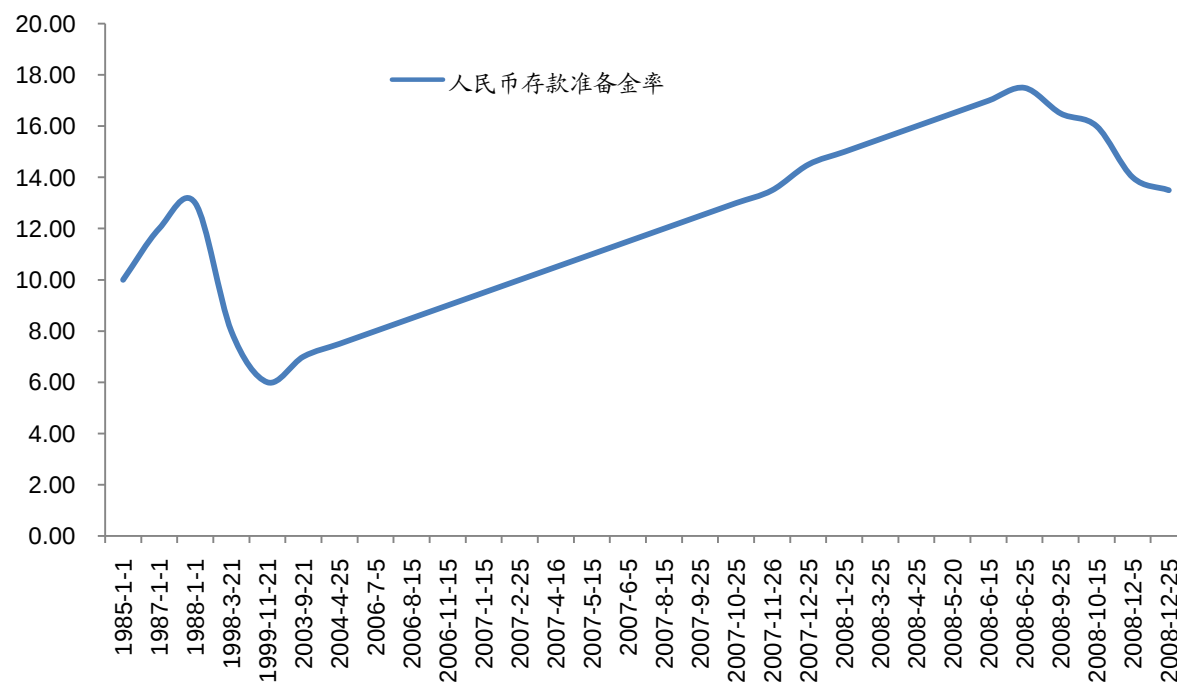
表5：9月16日以来降息对各上市银行NIM的影响

	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
存款到期日结构 (1H08, %)														
活期及即期存款	51	59	43	54	61	52	51	42	55	34	43	60	57	53
3个月以内	17	13	27	22	19	23	10	23	13	30	17	17	15	14
3-12 个月	27	23	25	19	18	22	32	20	22	25	30	15	19	23
1-5 年	6	5	5	6	2	2	7	14	9	9	9	9	8	10
5年以上	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0
存款降息结构, %														
活期	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36
3个月以内	-162	-162	-162	-162	-162	-162	-162	-162	-162	-162	-162	-162	-162	-162
3-12 个月	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5	-184.5
1-5 年	-198	-198	-198	-198	-198	-198	-198	-198	-198	-198	-198	-198	-198	-198
5年以上	-225	-225	-225	-225	-225	-225	-225	-225	-225	-225	-225	-225	-225	-225
存款成本下降	-107.6	-94.6	-115.2	-102.0	-89.9	-100.5	-107.5	-119.3	-99.3	-127.0	-116.2	-94.6	-95.7	-104.0
贷款到期日结构 (1H08, %)														
3个月以内	14	13	17	20	22	21	17	17	15	23	24	11	21	30
3-12 个月	28	28	28	43	43	46	53	36	34	40	49	41	49	63
1-5 年	27	30	28	19	19	18	23	26	20	17	17	36	20	4
5年以上	31	29	27	18	16	15	6	21	31	20	10	12	10	2
贷款降息结构, bp														
3个月以内	-171	-171	-171	-171	-171	-171	-171	-171	-171	-171	-171	-171	-171	-171
3-12 个月	-216	-216	-216	-216	-216	-216	-216	-216	-216	-216	-216	-216	-216	-216
1-5 年	-207	-207	-207	-207	-207	-207	-207	-207	-207	-207	-207	-207	-207	-207
5年以上	-189	-189	-189	-189	-189	-189	-189	-189	-189	-189	-189	-189	-189	-189
贷款收益率下降	-198.9	-199.6	-198.5	-200.4	-200.1	-200.9	-202.5	-200.3	-199.1	-198.7	-201.0	-204.6	-202.1	-199.4
存放央行	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27
债券收益率	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200
同业利率	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220
资产负债结构, (3Q08, %)														
存款/生息资产	85	84	78	71	78	80	79	75	62	80	73	75	68	76
贷款/生息资产	48	50	52	53	53	60	59	60	50	59	53	46	42	49
1年内重定价债券/生息资产 (1H08)	9	12	8	10	12	17	3	5	7	2	4	18	3	6
两年内重定价债券/生息资产 (1H08)	13	17	13	13	14	19	7	8	10	3	6	20	15	11
存放央行/生息资产	17	16	17	14	15	14	16	14	12	10	13	15	11	16
同业净头寸/生息资产 (负数代表净拆入)	2	3	2	8	9	5	10	6	15	8	12	0	-4	3
09年NIM下降	-31.0	-55.2	-38.3	-75.2	-83.8	-88.9	-66.9	-57.7	-88.2	-39.9	-59.6	-63.2	-19.9	-41.6

二、行业基本面好转迹象明显 - 存款准备金率仍有下调空间

- 目前金融机构的存款准备金率为13.5%（大型金融机构为15.5%），距离历史最低点还有7.5%的空间，存在大幅下调的可能。
- 据我们测算，存款准备金率每下调0.5%，银行业净息差上升1BP左右。

图4：历年存款准备金率调整



二、行业基本面好转迹象明显-投资建议

- 根据以上分析，我们认为在09年上半年大幅信贷投放的刺激下，银行股在上半年的投资机会显现，建议买入成长性明确和存在区位优势是北京银行。

三、北京银行的特色之一：良好的成长性

- 北京银行属于三支上市城商行之一，总部位于北京，业务发展主要依托于首都的经济发展。由于规模因素，城商行具有超越其他银行的成长优势。公司08年净利润增长率60%，每股收益0.87元。我们预计，公司09年净利润增速10%，每股收益0.95元。

三、北京银行的特色之一：良好的成长性

► 表6：盈利预测

	2008E	2009E	2010E
净利息收入	1,086,887.36	1,157,814.90	1,389,512.58
(YOY)	40.67%	6.53%	20.01%
净手续费及佣金收入	52,534.04	72,165.22	117,288.33
(YOY)	77.31%	37.37%	62.53%
其他净收入	26,853.80	35,824.09	46,695.96
(YOY)	50.13%	33.40%	30.35%
营业收入合计	1,166,275.20	1,265,804.22	1,553,496.86
(YOY)	52.84%	8.53%	22.73%
营业支出	466,883.86	501,537.49	720,738.25
(YOY)	57.25%	7.42%	43.71%
营业利润	699,391.34	764,266.73	832,758.61
(YOY)	50.03%	9.28%	8.96%
拨备前利润	824715.31	881816.13	1112513.78
(YOY)	57.37%	6.92%	26.16%
营业外收支净额	3600	3500	3400
(YOY)	-210.08%	-2.78%	-2.86%
利润总额	702991.34	767766.73	836158.61
(YOY)	51.86%	9.21%	8.91%
所得税费用	165203.0	176586.3	192316.5
(YOY)	28.98%	6.89%	8.91%
净利润	537788.37	591180.38	643842.13
(YOY)	60.62%	9.93%	8.91%

三、北京银行的特色之二：审慎的贷款投向

- 紧密和国家财政政策结合，防止形象过程，结合国家产业政策调整（如出口退税政策调整等）、货币政策和监管政策。
- 09年贷款主要投向四个方面：“中”字头的具有垄断性的行业企业、原则做流动性贷款，不排除贷款企业短借长用的现象；地方政府重点工程项目的项目贷款；中小企业贷款和个人贷款。09年信贷投向基本上做原有的项目和以前审批过的项目，严禁盲目投放和面子工程。
- 继续发挥项目贷款的优势。对还款能力较差的项目，银行的总原则是“变被动的现金流为主动的现金流”，如要求成立偿债基金等。

三、北京银行的特色之三：扩张有盈利

- 07年和08年异地扩张的增长速度和质量非常好，08年西安、杭州和深圳分行的情况都不错。总行对分行实行内部资金转移价格的考核办法，设置的分行盈利目标是一年1个亿，两年2个亿，三年3个亿。
- 09年北京地区网点计划达到150个，08年12月强化了机构管理，专门成立郊区管理部（针对三农）、高新技术管理部（中关村）、CBD管理部（朝阳区商务企业）和北京管理部。

三、北京银行的特色之四：股价低估

- 北京银行在14家上市银行中估值中等，以2月11日的收盘价为基准，预估09年每股净资产为5.8元，PB为1.88倍，PE为11.45倍。
- 采用DCF-ke估值模型，公司价值区间在13.36-17.25元，价值中枢15.06元/股，维持买入评级，目标价13.36元。

表7：上市银行估值比较

国内上市公司		每股收益（元）				BVPS	收盘价	市盈率（倍）			市净率
代码	公司名称	2007	08E	09E	10E	最新股本摊薄	2009-2-11	08E	09E	10E	
601169	北京银行	0.63	0.86	0.95	1.03	5.02	10.880	12.651	11.453	10.563	2.1673
601398	工商银行	0.24	0.33	0.34	0.35	1.74	3.950	11.97	11.618	11.286	2.2701
600015	华夏银行	0.5	0.8	0.84	0.93	3.16	9.560	11.95	11.381	10.28	3.0253
601939	建设银行	0.3	0.4	0.41	0.42	2.05	4.430	11.075	10.805	10.548	2.161
601328	交通银行	0.43	0.58	0.58	0.6	2.81	6.020	10.379	10.379	10.033	2.1423
600016	民生银行	0.48	0.56	0.5	0.57	3.03	5.040	9	10.08	8.8421	1.6634
601009	南京银行	0.62	0.84	0.93	1.03	5.85	10.950	13.036	11.774	10.631	1.8718
2142	宁波银行	0.43	0.55	0.49	0.52	3.44	8.980	16.327	18.327	17.269	2.6105
600000	浦发银行	0.971	2.21	1.64	1.79	6.73	17.560	7.9457	10.707	9.8101	2.6092
1	深发展A	0.94	0.2	1.35	1.5	5.92	13.800	69	10.222	9.2	2.3311
601166	兴业银行	1.75	2.31	2.26	2.79	9.34	19.870	8.6017	8.792	7.1219	2.1274
600036	招商银行	1.04	1.37	1.18	1.4	5.68	14.930	10.898	12.653	10.664	2.6285
601988	中国银行	0.22	0.28	0.26	0.28	1.79	3.310	11.821	12.731	11.821	1.8492
601998	中信银行	0.23	0.34	0.31	0.35	2.42	4.570	13.441	14.742	13.057	1.8884
	行业平均							15.578	11.833	10.795	2.239

THE END

渤海证券 张继袖

TEL: 022 - 28451849

EMAIL:zhjxnk@hotmail.com