

银行动态研究报告

政府工作报告对银行业影响解读

产业部门/银行

同步大势

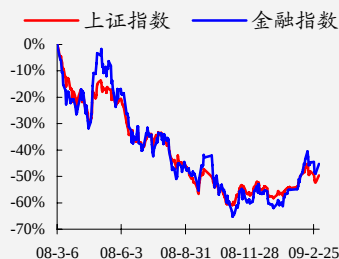
维持评级

2009 年 3 月 5 日

投资要点:

- 今日, 国家主席温家宝在第十一届全国人民代表大会上做的政府工作报告中明确提出, 实施适度宽松的货币政策, 保证货币信贷总量满足经济发展需求, 计划新增贷款 5 万亿元以上。
- 我们预期, 09 年 1 季度可以实现新增信贷规模在 3.5 万亿元左右, 按照传统 1 季度新增信贷规模占全年新增信贷规模 45%-50% 之间的水平计算, 09 年全年的新增贷款规模将可能超过 6 万亿元以上。
- 我们判断央行 09 年会继续降息 50 个基本点, 银行平均净息差在 08 年的基础降 35-40 个基本点, 生息资产的以量补价可以保证整体银行 09 年的净利息收入在 08 年的基础上有 1.5% 的轻微增长。
- 我们对上市银行的 08、09 年的盈利增长进行了重新计算, 08 年上市银行的净利润平均增长 36.7 %, 09 年上市银行的净利润平均增长 4.38%。
- 整体上, 我们依旧坚持认为信贷规模的增长所带来的银行经营的好转, 对于银行长期投资价值的提不具有太大的实质性意义, 09、10 年银行依然是面临盈利能力不断下降的周期。
- 从估值水平上看, 我们认为 A 股上市银行有部分的 PB 估值尚低于理论估值, 其中折价率较高的银行有民生、交行、浦发、兴业和建设银行。建议近期可以适当增加配置的银行股有大行中的建行、交行, 股份制银行中的浦发、兴业和城商行中的南京银行。

走势图



重要公司

评级

交通银行	谨慎推荐
浦发银行	谨慎推荐
南京银行	谨慎推荐
兴业银行	谨慎推荐
招商银行	长期推荐
建设银行	谨慎推荐

分析师: 唐亚韞

TEL: (8621)6336 7000-274

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

事件:

今日, 国家主席温家宝在第十一届全国人民代表大会上做政府工作报告, 在政府工作报告中明确提出实施适度宽松的货币政策。货币政策要在促进经济增长方面发挥更加积极的作用。

一是改善金融调控。保证货币信贷总量满足经济发展需求, 广义货币增长 17% 左右, 新增贷款 5 万亿元以上。

二是优化信贷结构。加强对信贷投向的监测和指导, 加大对“三农”、中小企业等薄弱环节的金融支持, 切实解决一些企业融资难问题。严格控制对高耗能、高污染和产能过剩行业企业的贷款。

三是进一步理顺货币政策传导机制, 保证资金渠道畅通。充分发挥各类金融机构的优势和特点, 创新和改进金融服务, 满足合理资金需求, 形成金融促进经济发展的合力。

四是加强和改进金融监管。各类金融企业都要加强风险管理, 增强抵御风险能力。处理好金融创新、金融开放与金融监管的关系。加强跨境资本流动监测和管理, 维护金融稳定和安全。要加强产业、贸易、土地、投资、就业政策与财政、货币政策的一致性和协调性, 形成调控合力。

评论:

1、有关信贷规模

2008 年年末, 我国广义货币供应量 M2 余额为 47.5 万亿元, 同比增长 17.8%, 增速比上年高 1.1 个百分点。人民币贷款余额为 30.3 万亿元, 同比增长 18.8%。全年新增 4.9 万亿元, 各季分别为 1.33 万亿元、1.12 万亿元、1.03 万亿元和 1.43 万亿元。09 年在 4 万亿财政计划刺激经济和宽松货币政策的影响下, 政府工作报告中给出的新增贷款规模在 5 万亿上, 09 年 1 月份新增贷款 1.65 万亿元, 市场预期 09 年 2 月份新增贷款在 8000 亿到 1 万亿之间; 则 09 年 1 季度可以实现新增信贷规模在 3.5 万亿元左右, 按照传统 1 季度新增信贷规模占全年新增信贷规模 45%-50%之间的水平计算, 09 年全年的新增贷款规模将可能超过 6 万亿元以上。

在巨量增加的信贷规模中, 有两个问题值得我们关注:

一是有关票据融资的虚增和空转问题: 票据融资在一月份累计增加了 6239 亿元, 而 2008 年全年票据融资仅仅增长了 6461 亿元, 今年 1 月份已经基本达到了去年全年的水平; 这其中有了为了回避风险银行主动选择票据融资的因素 (在供应链金融中带有自偿性质的贷款都属于票据融资), 也有由于票据贴现利率低于三个月定期存款利率给企业带来套利机会导致了票据融资虚增的部分; 这部分套利的票据贴现的增加对应了大量的企业定期存款的增加, 从而严重压缩了企业活期存款的占比; 使得在货币供应量中 M1 的增速严重滞后与 M0 和 M2 的增速。

另外一个问题是, 巨量增加的信贷规模是否都进入到实体经济当中, 这涉及到

巨量信贷规模的投向问题。1 月份的 1.65 万亿中除了 35% 的票据融资以外，还有 35% 是中长期贷款，这种中长期贷款应该主要与 4 万亿元的财政计划的政府配套贷款有关，除次之外，银行主动性的扶持行业的贷款实质上还是处于非常谨慎的态度。同时值得我们高度关注的是，1 月份企业贷款和企业存款的高度背离。1 月份在“非金融性公司及其他部门”贷款上升 1.51 万亿的基础上，非金融性公司存款反而下降了 0.11 万亿，这应该引起我们的高度重视，因为公司贷款如果进入实体经济，应该通过派生存款和派生贷款不断的进行信用创造，这样反映在中央银行的表格上，就应该引起非金融性公司存款的迅速增加，而不可能都进入居民存款（1 月份反映在居民存款上迅猛增加了 1.52 万亿）。目前有关这种背离的合理解释我们依旧没有找到，我们希望在 2 月份的金融数据公布之后，能够看到有关这方面好转的迹象；否则如果企业存款不能够迅猛增加，那么实体经济的增长就缺少了源头之水，这样的信贷增长对于银行的盈利和安全都不具有实质意义。

2、有关银行的净息差水平

信贷的超规模投放和 CPI、PPI 的快速回落，使降息的必要性和紧迫性开始下降。据我们的测算，08 年全年 14 家上市银行净息差水平在 2.7%—3.1% 之间；如果 09 年全年不再降息，考虑 09 年一季度中长期贷款的重新定价、贷款结构的变化和银行议价能力的下降，预计银行一季度的净息差相对于 08 年全年的水平大致有 20-30 个基点的下降，二到四季度，随着银行自身维持净息差的努力和政府项目投资导致中长期贷款的提升，在不继续降息的背景下，银行的净息差有望在一季度末的水平上平稳逐渐改善。乐观预计全年相对与 08 年水平有 15-20 个基点的下降。

当然我们不能完全排除 09 年央行继续降息的可能性，如果宏观经济回暖势头不够良好，央行有可能继续启动利率工具，但是出现我们去年年底预期的大幅度降息的可能性已经很小，我们目前判断，央行 09 年继续降息 50 个基本点，除了活期存款的利率不降之外，其余期限的存贷款利率均对称性下调；按照 08 年 12 月份活期存款平均占比 38% 计算；09 年的平均净息差在 08 年的基础上再多下降 19 个百分点左右，整体净息差下降 35-40 个基本点。

结合上述两点分析，我们维持在 2 月份银行月报中的观点，信贷规模的以量补价，缓解了银行在净息差缩水情况下净利息收入下降的幅度。信贷规模的迅速增长，又缓解了银行在 09 年度的资产质量波动的压力。如果着眼于 09 年，则银行 09 年的经营情况将明显好于我们 08 年年底的预期。

08 年人民币贷款余额为 30.3 万亿元；09 年如果考虑新增 6 万亿的贷款额度（其中我们暂时不考虑短期贷款的周转使用）；增长幅度在 20% 左右，考虑其他生息资产在信贷规模的增长下可能会有所缩小（比如银行的债券投资规模和同业拆借规模），则银行整体的生息资产规模增速在 18% 左右；而净息差水平在 08 年平均 2.9% 的基础上下降 40 个基点，下降幅度在 14%，因此，生息资产的以量补价可以保证整体银行的净利息收入在 08 年的基础上有 1.5% 的轻微增长。

3、银行的其他变量

影响银行经营业绩的除了净利息收入之外还有几个关键变量，他们分别是中间业务净收入、费用收入比、所得税率和拨备政策的计提。

首先是中间业务净收入，银行的中间业务净收入在 09 年缺乏进一步增长的亮点，主要是一些传统的非周期业务的稳定增长，我们预计整体银行的中间业务净收入在 08 年的基础上大约有 15%-20% 的增长，不过由于中间业务收入占比只占银行收入的 10-15% 左右，因此对银行的整体影响有限。

费用收入比方面，在营业收入增速放缓的情况下，银行的费用收入比在 09、10 年面临上升的趋势，整体上市银行的 08 年全年的费用收入比在 30%-40% 之间，我们预计 09、10 年会有 2-3 个百分点的上升，个别银行的情况会略有不同。

实际有效税率我们预计与 08 年基本持平。

在信贷成本方面，整体银行资产质量在宏观经济向下的情况下依然存在恶化的可能，但是此轮银行信贷的超规模增长并不完全是以牺牲未来资产质量为代价，目前银行的风险控制意识和能力已经明显增强，占新增贷款三分之一强的票据融资和大量的政府项目在短期内不至于迅速恶化，09 年信贷规模的扩大使得部分不良贷款暴露的时间延后，如果经济能够在一定时期内好转，可能有部分本应暴露的不良贷款会最终消除，当然这种可能性还具有很大的不确定性。政府项目贷款在短期内不至迅速恶化，但是如果国际、国内经济形势的底部调整时间延长（特别是部分行业），新增的政府主导项目的贷款在中期内也有可能演变为新增的不良贷款。

在 09 年，银行的不良贷款率和信贷成本的增加会在很大可能上好于我们年度策略报告的预期，我们在年度报告中预期上市银行 09 年平均不良贷款率上升 30 个基点左右，信贷成本上升至 0.9%。目前初步预期大约会下降为不良贷款率平均上升 10—15 个基点，信贷成本可能与 08 年基本持平（在四季度银行加大坏账准备计提后，08 年全年的信贷成本已经上升到 0.8-0.85% 左右），不过整体还需要进一步观察。

在以上各个变量预期假设的前提下，我们对上市银行的 08、09 年的盈利增长进行了重新计算，计算结果是 08 年上市银行的净利润平均增长 36.7%，09 年上市银行的净利润平均增长 4.38%，09 年银行的正增长已成定局，具体见表 1：

表 1：上市银行的利润增长

	2007EPS	2007 年净利润（亿元）	2008EPS	2008 年净利润（亿元）	2009EPS	2009 年净利润（亿元）
浦发银行	1.263	71.49843	2.21	125.1081	2.06	116.6166
华夏银行	0.5	24.955	0.7	34.937	0.71	35.4361
民生银行	0.48	90.3504	0.52	97.8796	0.5	94.115
招商银行	1.04	152.9528	1.46	214.7222	1.49	219.1343
兴业银行	1.75	87.5	2.27	113.5	2.31	115.5

深发展 A	1.27	39.4335	0.2	6.21	1.24	38.502
中信银行	0.23	89.7759	0.34	132.7122	0.35	136.6155
北京银行	0.63	39.2364	0.87	54.1836	0.89	55.4292
南京银行	0.62	11.3894	0.8	14.696	0.85	15.6145
宁波银行	0.43	10.75	0.59	14.75	0.56	14
工商银行	0.24	801.6432	0.34	1135.6612	0.35	1169.063
建设银行	0.3	701.067	0.43	1004.8627	0.45	1051.6005
交通银行	0.43	210.6742	0.59	289.0646	0.61	298.8634
中国银行	0.22	558.4458	0.28	710.7492	0.3	761.517
		2889.67203		3949.036		4122.0071
同比增长				37%		4.38

资料来源：东北证券金融与产业研究所

4、银行估值水平

我们依旧采用相对估值法对银行进行估值；相对估值除了要考虑上市银行的市盈率和市净率水平，还要结合 ROE 计算，这样才能判断银行的相对 PB 估值在上市银行中处于什么地位，我们的理论 PB 估值是采用目前国际平均的 PE 水平（在 11-12 倍的水平）和我们估计的上市银行的 ROE 水平计算，随后我们把我们的理论 PB 估值和目前上市银行的实际 PB 估值进行比较，发现我们 A 股上市银行有部分的 PB 估值尚低于理论估值，其中折价率较高的银行有民生、交行、浦发、兴业和建设银行。

表 2：上市银行最新估值水平一览

	收盘价 (3.4)	2008PE	2009PE	2010PE	2008PB	2009PB	2010PB
浦发银行	18.63	8.43	9.04	9.41	2.54	1.88	1.60
华夏银行	10.02	13.36	13.54	14.96	1.82	1.71	1.63
民生银行	4.91	8.18	8.05	8.47	1.70	1.60	1.41
招商银行	15.19	9.21	9.99	10.40	2.64	2.25	1.97
兴业银行	19.17	7.95	9.26	8.88	1.95	1.76	1.56
深发展 A	14.83	74.15	10.44	9.15	2.46	2.20	1.94
中信银行	4.51	11.87	16.70	14.55	1.82	1.71	1.58
北京银行	10.83	12.74	13.88	13.54	2.14	1.95	1.78
南京银行	11.83	14.79	16.43	17.14	1.94	1.82	1.70
宁波银行	9.03	15.31	20.07	18.81	2.56	2.46	2.31
工商银行	3.83	10.64	10.35	11.26	2.15	1.99	1.88
建设银行	4.19	8.91	9.74	9.98	2.08	1.94	1.81
交通银行	5.56	8.69	8.69	8.83	1.90	1.74	1.58
中国银行	6.5	20.31	25.00	23.21	3.48	3.23	3.02
平均		16.04	12.94	12.76	2.23	2.02	1.84

表 3: 结合 ROE 和国际通行的 PE 估值计算的 A 股上市银行理论 PB 估值

	2008ROE	2009ROE	2010ROE	2008 理论 PB	2009 年理论 PB	2010 年理论 PB
浦发银行	30.15%	20.79%	16.98%	3.32	2.49	1.70
华夏银行	13.61%	12.61%	10.93%	1.50	1.51	1.09
民生银行	20.76%	19.87%	16.67%	2.28	2.38	1.67
招商银行	28.65%	22.49%	18.89%	3.15	2.70	1.89
兴业银行	24.52%	18.97%	17.62%	2.70	2.28	1.76
深发展 A	33.44%	21.07%	21.20%	3.68	2.53	2.12
中信银行	15.32%	10.23%	10.84%	1.69	1.23	1.08
北京银行	16.83%	14.03%	13.14%	1.85	1.68	1.31
南京银行	13.14%	11.08%	9.93%	1.44	1.33	0.99
宁波银行	16.71%	12.26%	12.28%	1.84	1.47	1.23
工商银行	20.22%	19.27%	16.67%	2.22	2.31	1.67
建设银行	23.38%	19.91%	18.10%	2.57	2.39	1.81
交通银行	21.92%	20.00%	17.95%	2.41	2.40	1.79
中国银行	17.11%	12.94%	13.02%	1.88	1.55	1.30
平均				2.32	2.02	1.53

表 4: 目前 PB 估值与理论估值相比的折价水平

	2008PB	2009PB	2010PB	2008 理论 PB	2009 年理论 PB	2010 年理论 PB	09 折价率
民生银行	1.7	1.6	1.41	2.28	2.38	1.67	0.67
交通银行	1.9	1.74	1.58	2.41	2.4	1.79	0.73
浦发银行	2.54	1.88	1.6	3.32	2.49	1.7	0.76
兴业银行	1.95	1.76	1.56	2.7	2.28	1.76	0.77
建设银行	2.08	1.94	1.81	2.57	2.39	1.81	0.81
招商银行	2.64	2.25	1.97	3.15	2.7	1.89	0.83
工商银行	2.15	1.99	1.88	2.22	2.31	1.67	0.86
深发展 A	2.46	2.2	1.94	3.68	2.53	2.12	0.87
华夏银行	1.82	1.71	1.63	1.5	1.51	1.09	1.13
北京银行	2.14	1.95	1.78	1.85	1.68	1.31	1.16
南京银行	1.94	1.82	1.7	1.44	1.33	0.99	1.37
中信银行	1.82	1.71	1.58	1.69	1.23	1.08	1.39
宁波银行	2.56	2.46	2.31	1.84	1.47	1.23	1.67
中国银行	3.48	3.23	3.02	1.88	1.55	1.3	2.08

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

5、银行业投资策略和重点投资品种

整体上;我们并不认可银行信贷规模的增长所引起的信贷规模的以量补价和不

不良资产暴露的延后，对于银行长期投资价值的提升具有多少实质性的意义，同样，通过加大坏账准备的计提以做低银行 08 年的业绩基数从而保证银行 09 年的正增长同样也不具有真正实质的意义。我们始终认为，08 年上市银行在高息差和税率下降等多重因素的影响下所创造出来的盈利能力的高峰（ROE 水平平均在 18.75%，最高银行 ROE 水平在 30%）并不具有可持续性，在 09、10 年，银行 ROE 水平的线性回归依旧是主要趋势。因此，我们整体上并不上调银行的投资评级，依旧维持同步大势的判断。

但是由于业绩的年度性和证券市场看重预期的特点，由于 09 年银行的整体运行情况在适度宽松的货币政策的影响下，要比我们 08 年年底的悲观预期好了很多，因此，前期银行股的下跌就具有一点儿矫枉过正的意味，并且，银行股的相对估值和绝对估值的低估又在很大程度上支持了银行股向正常估值水平的回归，这实际上也是我们在年度策略报告中所讲的本年度银行投资策略的主线，既在下行周期中低估值所造就的估值回归机会。

这种机会可能在未来的市场氛围下会得到比较充分的演绎，从具体品种上看，我们建议着眼于资产配置和安全性流动性的角度，适当增加 09 年保持正增长、资产安全性良好；结合 ROE 估值相对便宜的银行股。我们建议近期可以适当增加配置的银行股有大行中的建行、交行，股份制银行中的浦发、兴业和城商行中的南京银行。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209