

2009-03-22

银行

银行周报：年报印证净息差修复潜力

◇ 09 年周报第七期

◆ 市场回顾：年报无行情：

本周银行开始迎来 2008 年年报的披露，股价表现也因此受到一定的影响。虽然全年增速尚可，但 4 季度银行业绩表现不佳，这对银行股造成了一定的压力。此外，降低存款准备金率的传闻和美联储宣布购买巨额国债的计划都使得市场对银行资金业务的担忧加大。

个股方面，我们推荐的“浦发、深发展、南京”组合继续跑赢行业。

◆ 基本面回顾：越低端，越高级：

最近各家银行对中小企业融资的支持力度都有所加大。驱动因素包括：（1）监管层压力。银监会要求全国性大中型银行最迟不能超过二季度末建立起小企业专营机构。（2）中小银行另辟增长空间。民生银行本周高调推介“商贷通”产品。

个贷领域也有进一步放松。（1）深发展推出“点按揭”。通俗地说，“点按揭”表面上降低了个人的未来利息支出，却也将客户套牢了。在财务上，“点按揭”将利息收入转为手续费收入，并将未来收入提前体现在当期。（2）二套房贷悄然放松。

客户越低端，竞争越高级。从近期零售业务的发展中，我们看到了银行业竞争力提升的希望。这种提升体现在（1）制度层面。“中小企业贷款专营机构”的建设是事业部制改革的进一步推进，这有助于改变特别以块块为主的传统组织结构。（2）产品层面。通过引进国外成熟产品，更好地识别客户（如通过“点按揭”来吸引和甄别提前还款意愿较弱的客户）和服务客户，银行的客户管理能力因此得到提升。

◆ 观点交流和投资建议：年报印证净息差修复潜力：

交行和深发展年报验证我们对“银行净息差具有较大的修复潜力”的观点。

4 季度银行净息差的超预期下滑可以归结为（1）信用风险溢价的损伤。（2）期限风险溢价的损伤。但我们认为，随着宏观经济预期的改善，这两方面溢价都有恢复的可能。相关观点在上周周报中已经有所阐述。已披露的这两份年报部分验证了我们上周的观点。4 月份我们会就此发布一份行业深度，敬请期待。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
601169	北京银行	11.31	0.54	0.91	1.13	增持
601009	南京银行	12.46	0.50	0.85	0.95	中性
002142	宁波银行	9.62	0.38	0.61	0.79	中性
601939	建设银行	4.21	0.30	0.47	0.42	增持
601328	交通银行	5.87	0.42	0.58	0.69	增持
601166	兴业银行	20.98	1.72	2.51	1.78	中性
601398	工商银行	3.78	0.24	0.37	0.44	增持
600015	华夏银行	9.71	0.42	0.89	0.93	中性
600036	招商银行	14.83	1.04	1.79	1.85	增持
600016	民生银行	4.84	0.34	0.61	0.42	增持
600000	浦发银行	19.31	0.97	2.50	2.87	增持
000001	深发展 A	15.33	0.85	0.20	1.87	增持

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

分析师：

金麟

021-22169117

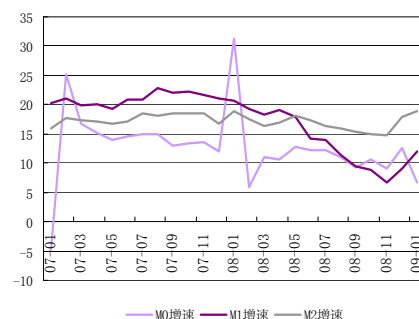
jinlin@ebsecn.com

蔡荣

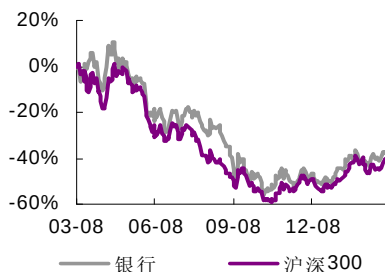
021-22169119

cairong@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

银行周报：前途光明道路曲折

..... 2009-03-15

银行周报：风格转换下期待银行股表现

..... 2009-03-07

银行周报：超预期信贷增量激活防御价值

..... 2009-03-01

1、市场回顾：年报无行情

本周银行开始迎来 2008 年年报的披露，股价表现也因此受到一定的影响。虽然全年增速尚可，但 4 季度银行业绩表现不佳，这对银行股造成了一定的压力。此外，降低存款准备金率的传闻和美联储宣布购买巨额国债的计划都使得市场对银行资金业务的担忧加大。

个股方面，我们推荐的“浦发、深发展、南京”组合继续跑赢行业。深发展已对外表示，今年前两个月净利润继续有微幅增长，实属难能可贵；而浦发的业绩预期也比较确定。南京银行的财务结构有更强的防御性，且资产增长迅速，业绩同样会有比较好的表现。我们继续看好这三家银行。

大银行继续不振，这或许是市场对三大国有银行即将公布的年报的“近乡情怯”。

表 1：我们推荐的组合继续有较好表现

	期初价格	期末价格	期间涨幅	排序
工商银行	3.68	3.78	2.72%	13
建设银行	4.07	4.21	3.44%	12
中国银行	3.38	3.44	1.78%	14
交通银行	5.54	5.87	5.96%	6
招商银行	14.23	14.83	4.22%	8
民生银行	4.65	4.84	4.09%	9
中信银行	4.54	4.71	3.74%	10
兴业银行	19.78	20.98	6.07%	4
浦发银行	18.19	19.31	6.16%	3
华夏银行	9.16	9.71	6.00%	5
深发展 A	14.82	15.33	3.44%	11
北京银行	10.71	11.31	5.60%	7
南京银行	11.60	14.00	20.69%	1
宁波银行	8.77	9.62	9.69%	2
银行类	1598.46	1675.34	4.81%	
沪深 300	2205.42	2379.84	7.91%	

资料来源：光大证券研究所

表 2：建和民生积累的估值优势值得关注

期初估值	PE					PB					PB/2005-2009 年平均 ROA				
	2007	2008E	排序	2009E	排序	2007	2008E	排序	2009E	排序	2007	2008E	排序	2009E	排序
工商银行	14.99	10.37	10	11.37	7	2.28	2.01	10	1.86	10	254	223	9	207	11
建设银行	13.76	8.57	7	9.69	3	2.26	1.96	8	1.80	9	199	172	2	159	2
中国银行	13.83	10.88	12	11.55	8	2.02	1.81	5	1.67	5	209	187	6	172	5
交通银行	13.15	8.20	6	9.63	2	2.11	1.76	3	1.60	3	217	180	4	164	4
招商银行	13.73	7.76	4	9.55	1	3.08	3.04	14	2.00	12	275	272	11	179	7

民生银行	10.63	6.79	1	11.35	6	1.34	1.32	1	1.23	1	189	186	5	174	6
中信银行	21.38	10.94	13	14.44	12	2.11	1.80	4	1.68	6	247	211	8	196	9
兴业银行	11.52	7.72	3	11.14	5	2.54	1.97	9	1.77	8	292	227	10	204	10
浦发银行	14.41	7.70	2	13.00	10	2.80	2.51	13	2.26	14	402	361	13	325	13
华夏银行	18.31	10.04	8	19.51	14	2.95	1.75	2	1.53	2	685	407	14	357	14
深发展 A	12.83	8.01	5	10.39	4	2.61	1.87	7	1.66	4	390	279	12	249	12
北京银行	19.92	10.59	11	13.82	11	2.50	2.07	11	1.88	11	241	200	7	181	8
南京银行	23.43	10.20	9	12.68	9	2.14	1.86	6	1.76	7	147	128	1	121	1
宁波银行	23.05	13.50	14	17.03	13	2.73	2.34	12	2.16	13	201	173	3	159	3

期末估值	PE					PB					PB/2005-2009 年平均 ROA				
	2007	2008E	排序	2009E	排序	2007	2008E	排序	2009E	排序	2007	2008E	排序	2009E	排序
工商银行	15.40	10.65	9	11.67	5	2.34	2.06	8	1.91	9	261	230	9	213	10
建设银行	14.23	8.87	7	10.02	2	2.34	2.02	7	1.86	7	206	178	2	164	2
中国银行	14.08	11.08	10	11.75	6	2.06	1.84	2	1.70	3	212	190	4	175	5
交通银行	13.93	8.69	6	10.20	3	2.24	1.86	4	1.70	4	230	191	5	174	3
招商银行	14.31	8.09	2	9.95	1	3.21	3.17	14	2.08	11	287	283	11	186	7
民生银行	11.06	7.07	1	11.81	8	1.40	1.37	1	1.28	1	197	193	6	181	6
中信银行	22.18	11.35	12	14.98	11	2.19	1.87	5	1.74	6	256	219	8	204	9
兴业银行	12.22	8.19	4	11.81	7	2.70	2.09	9	1.88	8	310	240	10	216	11
浦发银行	15.29	8.18	3	13.80	9	2.97	2.67	13	2.40	14	427	383	13	345	13
华夏银行	19.41	10.64	8	20.68	14	3.12	1.86	3	1.63	2	726	431	14	378	14
深发展 A	13.27	8.28	5	10.75	4	2.70	1.93	6	1.72	5	404	288	12	257	12
北京银行	21.04	11.19	11	14.60	10	2.64	2.19	10	1.99	10	255	211	7	192	8
南京银行	28.27	12.31	13	15.30	12	2.59	2.24	11	2.12	12	178	154	1	146	1
宁波银行	25.29	14.81	14	18.68	13	3.00	2.57	12	2.37	13	221	189	3	174	4

资料来源：光大证券研究所

2、基本面回顾：越低端，越高级

最近各家银行对中小企业融资的支持力度都有所加大。驱动因素包括：
 （1）监管层压力。自 2008 年下半年以来，监管层对增加中小企业融资的政策压力不断增强。3 月 18 日，银监会召开银行董事长、行长电话会议，除了继续要求银行推进中小企业融资业务之外，还要求全国性大中型银行必须在今年一季度末最迟不能超过二季度末建立起小企业专营机构。此外，中行还创新了对小额贷款公司融资的间接信贷支持模式。

（2）中小银行另辟增长空间。在年初的放贷狂潮中，中小银行受到明显挤压。因此，发展中小企业贷款，实现专业化经营和错位竞争的迫切性随之增强。民生银行本周高调推介“商贷通”产品，主要面向中小企业、个体工商户。

而个贷领域的供给也得到进一步放松。包括：（1）深发展推出“点按揭”业务。该项产品下，消费者预付一定费用来换取贷款利率优惠。就产品设计来说，点按揭降低了银行的提前偿付风险，通俗地说，“点按揭”表面上降低了个人的未来利息支出，却也将客户套牢了。此外我们也关注

该产品在财务上的影响，即：将利息收入转为手续费收入，以及将未来收入提前体现在当期。（2）二套房贷悄然放松。如《第一财经日报》报道了在杭州的二套房贷放松现象。这一现象的发展，可能为银行带来规模增长空间，但收益率可能明显下降，且承担了合规风险。

客户越低端，竞争越高级。中国银行业的传统客户群是大中制造型企业，对于零售型客户（包括小企业和个人客户）和服务型企业服务能力明显不足。近年来随着房地产市场的制度性应力的释放，零售贷款取得了明显的发展，但银行业仍然暴露出业务单一、竞争力不足的问题。

而从近期零售业务的发展中，我们看到了银行业竞争力提升的希望。这种提升体现在（1）制度层面。“中小企业贷款专营机构”的建设就是银行事业部制改革的进一步推进，这对于改变特别是五大银行以块块为主，从而明显缺乏规模经济的组织结构将起到积极推动。（2）产品层面。通过引进国外成熟产品，更好地识别客户（如通过“点按揭”来吸引和甄别提前还款意愿较弱的客户）和服务客户，银行的客户管理能力因此得到提升。

所以我们说，随着银行客户层次日趋低端，银行的竞争力日益得到提升。而且必须依赖于竞争力的提升，银行在零售业务的发展上才能真正实现商业利益，否则只会陷入价格竞争（正如我们在房贷七折战中看到的那样）。

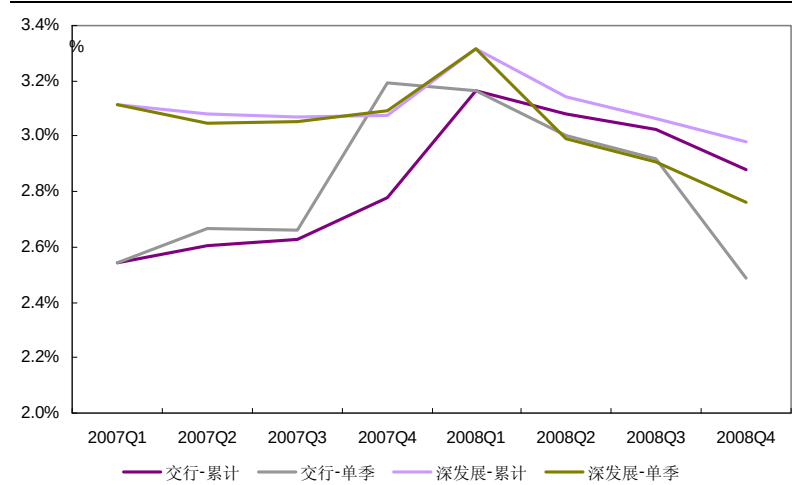
3、观点交流和投资建议：年报印证净息差修复潜力

本周披露的交行和深发展的 2009 年年报中，有两个突出特点值得关注。一个是两家银行的风控能力都得到了证明，在经济下滑明显的 4 季度，两家银行的不良生成情况都相对稳定。其中，交行主要依赖于自身相对保守的信贷文化，而深发展则受益于业务模式和风控体系上的优势——后者更应享有溢价。

我们更关注另一个特点，即**银行净息差具有较大的修复潜力**。

这种修复潜力，基于银行净息差已发生的明显下降的基础上。从已经披露的两份年报来看，4 季度的净息差都有比较明显下降。其中，交行 4 季度净息差为 2.49%，比前 3 个月下降逾 50BP；深发展稍好，但降幅也有 30BP。

图 1：4 季度单季净息差下降幅度明显大于预期



资料来源：光大证券研究所

净息差的超预期下降，可以归因于两方面因素：（1）**信用风险溢价的损伤**。例如，交行表示，2008 年底该行 1-5 级优质客户的占比为 80.50%，比年初提高 6.13 个百分点。深发展也表示，因为国际国内贸易量的下降，年底贸易融资规模比 9 月底下降了 19.2%。高收益收益贷款占比的下降，使得银行信用风险溢价出现收缩。（2）**期限风险溢价的损伤**。由于 4 季度债券收益率下滑过快，为了规避利率风险，银行的资产久期都有所收缩。例如，交行 2008 年底的债券投资中，1 年期以上的债券占比为 69.91%，这一比例比 2007 年底的 78.00% 有较大的缩短；久期的缩短，同样造成净息差的周期性下降。

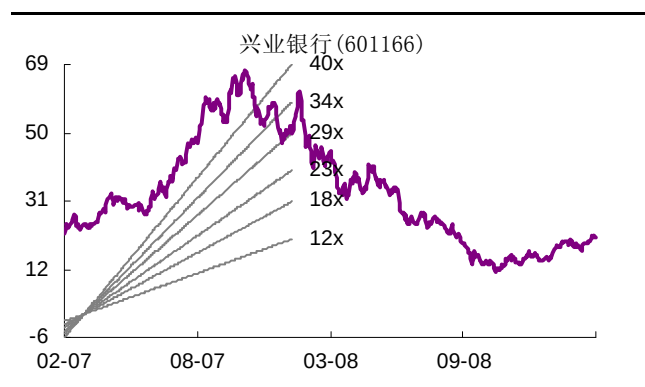
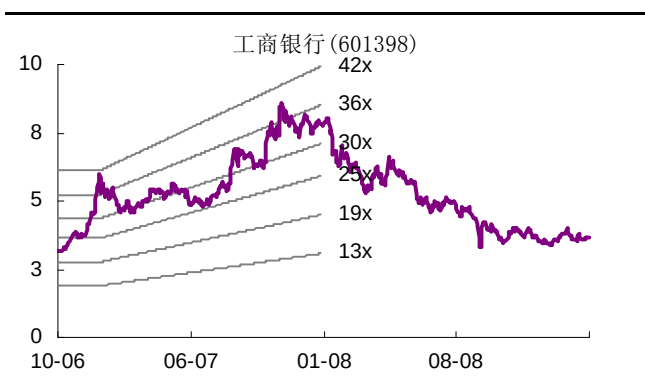
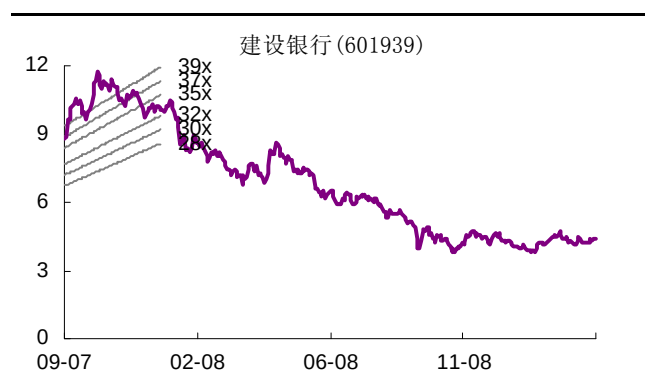
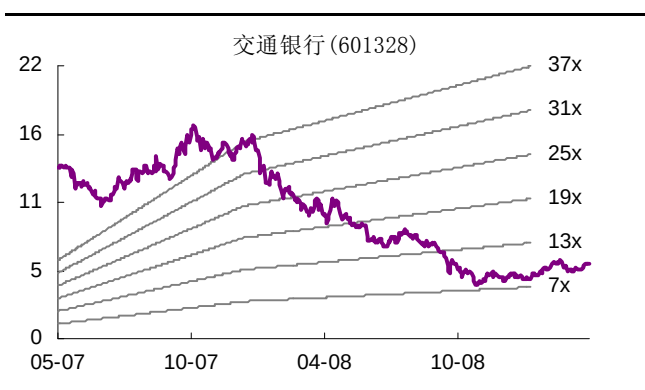
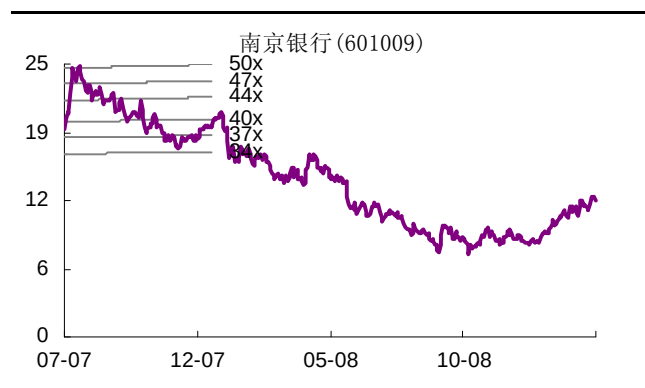
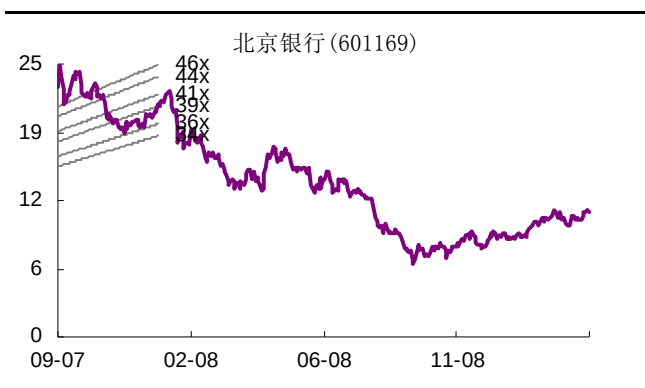
但我们认为，随着宏观经济预期的改善，这两方面溢价都有恢复的可能。相关观点在上周周报中已经有所阐述。我们认为，已披露的这两份年报部分验证了我们上周的观点。4 月份我们会就此发布一份行业深度，敬请期待。

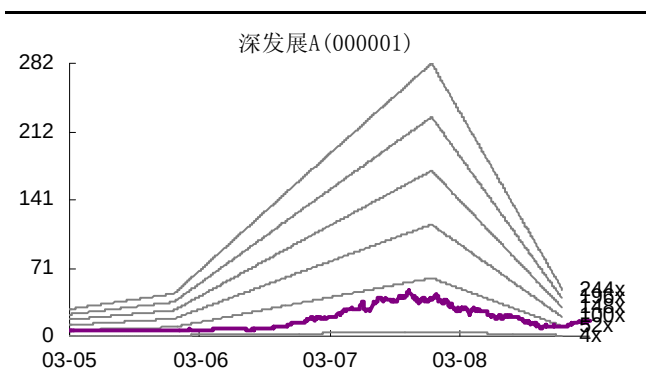
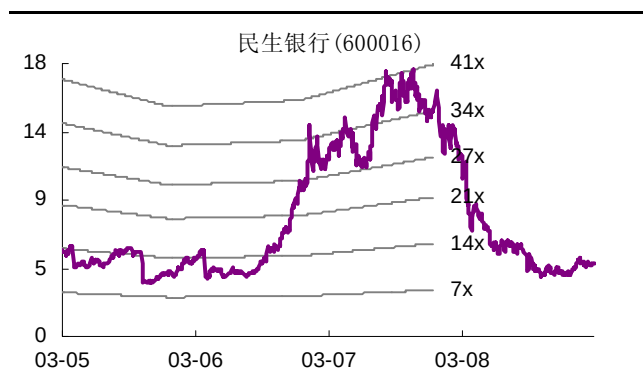
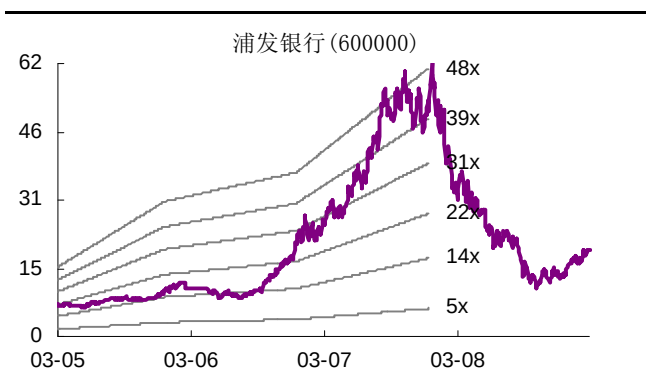
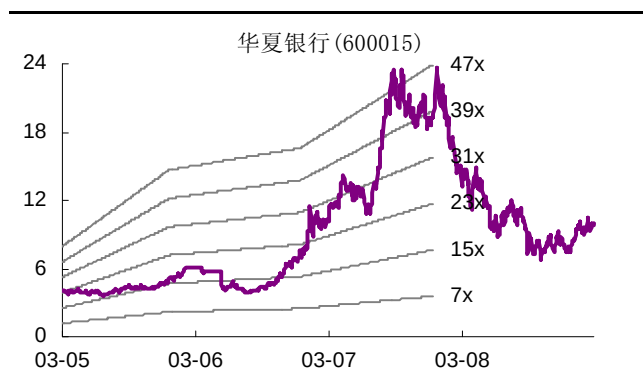
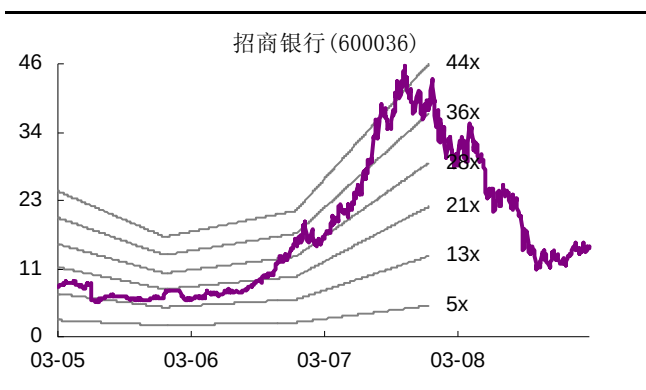
行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	上次	本次
601169	北京银行	11.31	3,955	0.54	0.91	1.13	21.0	12.5	10.0	2.6	2.2	中性	增持
601009	南京银行	12.46	1,161	0.50	0.85	0.95	25.2	14.7	13.1	2.3	2.0		中性
002142	宁波银行	9.62	1,053	0.38	0.61	0.79	25.3	15.8	12.2	3.0	2.6	增持	中性
601939	建设银行	4.21	9,000	0.30	0.47	0.42	14.2	8.9	10.0	2.3	1.9	增持	增持
601328	交通银行	5.87	15,955	0.42	0.58	0.69	14.0	10.1	8.6	2.2	2.0	增持	增持
601166	兴业银行	20.98	3,980	1.72	2.51	1.78	12.2	8.3	11.8	2.7	2.1	中性	中性
601398	工商银行	3.78	14,950	0.24	0.37	0.44	15.5	10.1	8.6	2.3	2.0	增持	增持
600015	华夏银行	9.71	2,201	0.42	0.89	0.93	23.1	10.9	10.4	3.7	2.5		中性
600036	招商银行	14.83	12,045	1.04	1.79	1.85	14.3	8.3	8.0	3.2	2.4	增持	增持
600016	民生银行	4.84	17,895	0.34	0.61	0.42	14.4	8.0	11.5	1.8	1.5	增持	增持
600000	浦发银行	19.31	5,012	0.97	2.50	2.87	19.9	7.7	6.7	3.9	2.6	增持	增持
000001	深发展 A	15.33	2,785	0.85	0.20	1.87	18.0	77.5	8.2	3.7	2.9	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图





资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

金麟：2002年毕业于西安交通大学，获金融学硕士。毕业后就职于交通银行。2007年11月加盟光大证券研究所，现为银行业分析师。

蔡荣：北京大学经济学博士，曾先后于法国奥弗涅大学国际发展研究中心、上海浦东发展银行博士后工作站从事研究工作。2007年10月加盟光大证券研究所，现为银行业分析师。

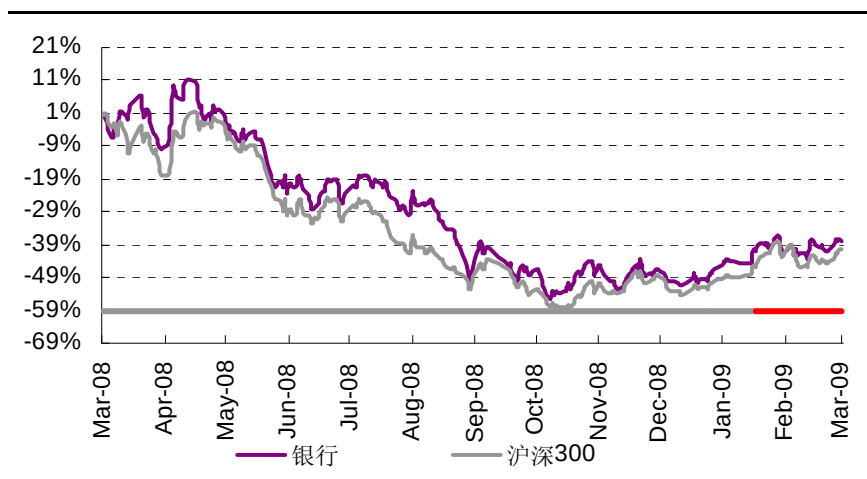
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银行

分析师：金麟



日期	行业评级
2009-02-05	增持
2009-02-15	增持
2009-02-22	增持
2009-03-07	增持
2009-03-15	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。