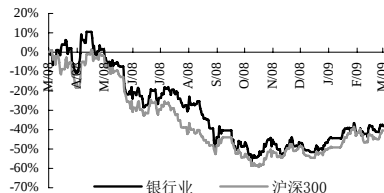


金融服务业 – 银行业

Financial Service – Bank

2009 年 3 月 25 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
银行业	-0.2%	16.3%	-38.3%
沪深 300	-0.2%	16.0%	-40.5%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
工商银行	0.0%	-33.9%	增持
招商银行	-9.6%	-50.1%	增持
浦发银行	26.5%	-38.6%	增持

相关报告

《调控压力令短期内业绩增长放缓——金融业 2008 年第二季度策略报告》，2008.4

《静待风向标转向——金融业 2008 年下半年策略报告》2008.6

《风向标缓慢转向，回暖仍需时日——银行业 2008 年第四季度策略》2008.10

《阴霾中寻找阳光——银行业 2009 年策略》2008.12

俞冲

+86 755 83199599ext8218

Yuchong@csc.com.cn

分析师申明：

本人，俞冲，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

信贷规模超速增长缓解经营压力

—银行业 2009 年第 2 季度策略报告

评级：强于大势

- 银行反周期加大放贷力度，冲淡业绩下滑担忧。票据融资占比较高，显示银行对资金运营及未来货币政策变动方向均持谨慎态度。新增贷款规模增速将逐步趋于稳定，新生信贷需求可能通过票据融资向一般性贷款转化来满足，有利于银行资金运用收益率提高。
- 银行净息差依然处于下行通道，但通过从银行付息成本变动、存款结构、未来贷款结构的调整、未来货币政策的影响、债券收益的增加这几个方面予以分析，我们认为银行净息差有望在第二季度内触底回升。
- 银行在 2008 年普遍提高了不良贷款拨备覆盖率，增强了应对贷款质量下降冲击的平滑能力。自去年底以来巨额贷款投放明显缓解了工业企业流动性的不足，5 次降息降低了企业和个人的利息费用支出，短期内企业经营状况有所好转，房地产市场在各地相关政策的刺激下，部分沿海发达地区房地产成交量价趋稳略升，企业及个人违约压力有所缓解。短期内银行资产质量应无大碍。
- 经过一季度的这轮资金推动型的上涨，银行估值水平从底部有所回归，以 2009 年 3 月 25 日收盘价为标准，各上市银行 2008 年市盈率基本位于 8-15 倍之间，市净率 1.8-2.5 倍之间，整体而言仍处于安全区间。
- 虽然未来经济复苏形势仍未明朗，但受信贷规模非常量增长带动的连锁效应下，表现为利息收入“以量补价”，净息差触底反弹，违约风险有所缓解，整体而言，商业银行经营压力在短期内将有所减轻。而从估值情况来看，目前上市商业银行 8-15 倍 PE, 1.8-2.5 倍 PB 仍处于安全区间，调高 2009 年 2 季度银行业评级为“强于大势”。建议关注安全性较好，受益经济刺激计划中基础设施建设项目程度较高的国有大型商业银行，及资产质量优良、拨备充分，业绩增长张力较高的部分中小型银行。
- 风险提示：国内商业银行巨额信贷与政府刺激经济的政策意图关系紧密，但从目前看，2 月 M2 货币增量基本与当月信贷投放量相当，这表明还没有明显迹象显示工业企业货币创造能力开始恢复。因此，如果高额的信贷未能转化为工业企业货币创造能力，有效拉动经济增长，则如此高节奏地放贷将使银行收入及资产质量面临较大的压力。
- 建议关注工商银行、招商银行、浦发银行。

银行反周期加大放贷力度

银行反周期加大贷款发放力度

2008 年下半年以来,美国次贷危机向深度恶化,开始波及实体经济,并迅速向全球蔓延。相对中国而言,首当其冲的是外部需求开始萎缩,出口受阻,从而令经济增长有所放慢。数据显示,中国 2008 年国内生产总值仅为 9%,为 2002 年下半年以来的最低点。从单季度看,无论是累计同比增长还是单季度同比增长,均在去年上半年攀升至历史高点后掉头,第四季度 GDP 单季同比增长更是出现了“断崖式”的回落。

在金融经济背景发生变化的情况下,原本紧缩的货币政策开始逐步放松,从 2008 年 10 月下调法定存款准备金率起,直至 2008 年 12 月 15 日,国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》(简称“金融三十条”),明确提出“保持银行体系流动性充足,促进货币信贷稳定增长。根据经济社会发展需要,创造适度宽松的货币信贷环境,以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 至 4 个百分点的增长幅度作为 2009 年货币供应总量目标,争取全年广义货币供应量增长 17%左右。”标志着国内货币政策由紧缩向相对放松至宽松的变化。12 月起,银行新增贷款发放开始加速。数据显示,2008 年 12 月金融机构新增人民币贷款 7718 亿元,各项贷款余额同比增长 18.76%;2009 年 1 月金融机构新增人民币贷款暴增至 1.62 万亿元,各项贷款余额同比增长 21.33%;2 月金融机构新增人民币贷款 1.07 万亿元,各项贷款余额同比增速达到创记录的 24.17%。

在宏观经济拐点初显,经济增速下滑的背景下,银行之所以反周期加大贷款发放力度,原因有四:

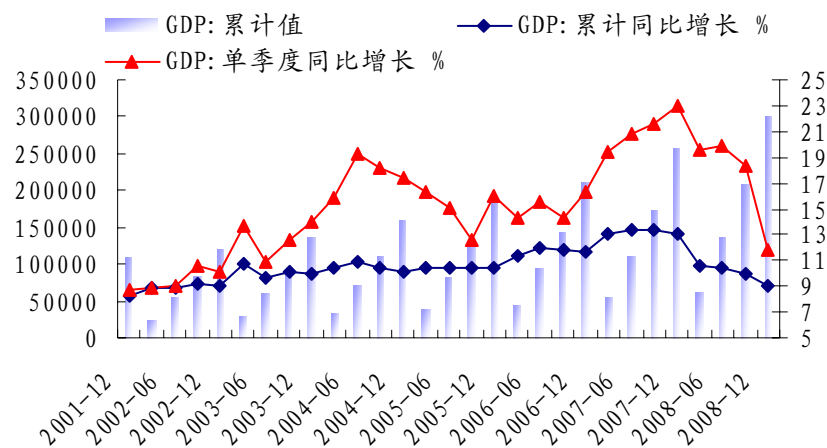
一是资金回流,银行流动性充裕,但受紧缩货币政策压抑,如今政策环境宽松,反弹格外强劲。

二是中国金融体系并未完全实现市场化,政府刺激经济的政策意图能在一定程度促进银行的加快放贷节奏

三是伴随着经济刺激计划而来的一大批大型项目密集审批过关,带来相应的信贷需求

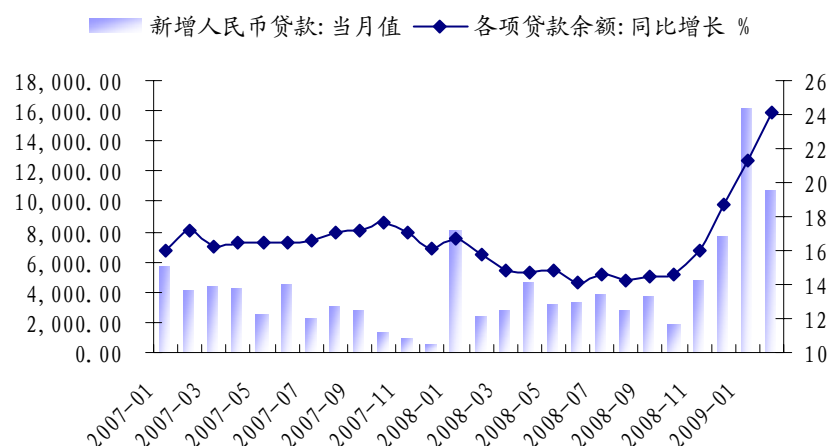
四是银行出于“圈地”考虑,在环境宽松时尽量多完成信贷指标。

Figure 1 2008 年四季度 GDP 增长出现“断崖式”下滑



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 2 2008 年 12 月以来新增贷款规模爆发性增长



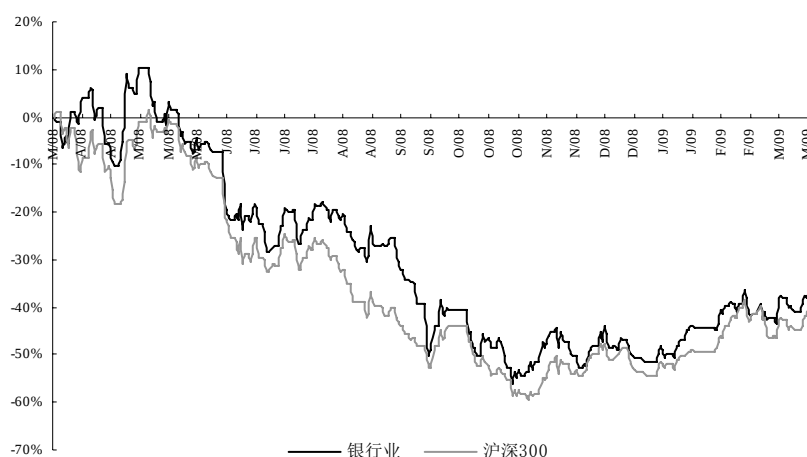
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

贷款加速增长冲淡业绩下滑担忧

由于前期紧缩性宏观调控对信贷规模的制约、净息差缩小的预期，经济下行环境下对贷款质量担忧上升，导致对银行业绩增长预期普遍趋负，在市场低迷情况下，银行股价持续运行于估值中枢下方。但随着货币政策从收紧向宽松转变，新增贷款规模的超预期增长，冲淡了对银行业绩下滑的担忧，银行估值水平显著回升。

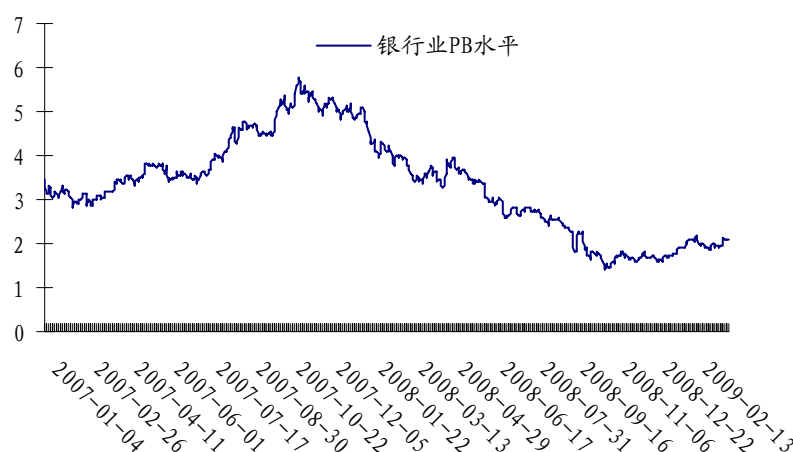
从数值看，银行整体市净率在 2007 年 10 月-11 月一度超过 5.5 倍，之后随大盘回落大幅下挫，至 2008 年第四季度跌至 2 倍以下，一度触及 1.5 的历史低位。进入 2009 年以来，银行估值稳步回升至 2 倍以上。

Figure 3 2008 年四季度以来银行逐步反弹



资料来源：世纪证券研究所

Figure 4 银行业 2007 年至今市净率变动情况



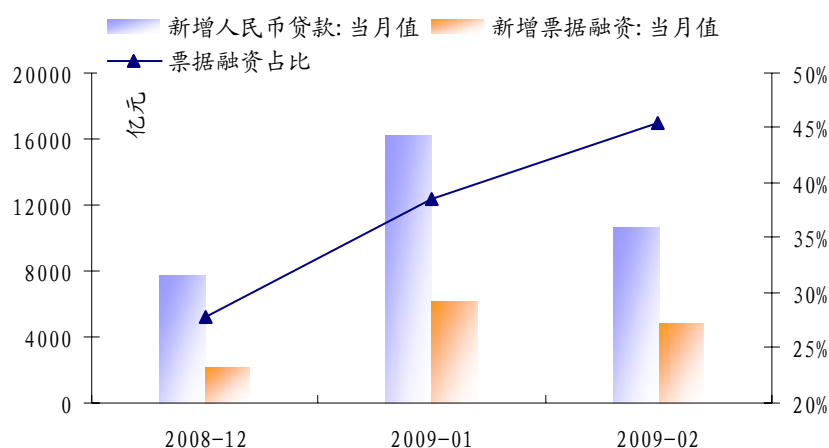
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

票据融资占比较高，显示银行对资金运营的谨慎态度

2009 年 1 月金融机构新增人民币贷款暴增 1.62 万亿元，其中票据融资 6239 亿元，占当月新增贷款比重 38.51%，2 月金融机构新增人民币贷款 1.07 万亿元，其中票据融资 4870 亿元，较 1 月有所减少，但占比则攀升至 45.51%。从历史数据看，2003 年以来，累计票据融资占贷款比重的平均水平仅为 6.32%，受今年头两月超高比重的票据融资挤压，虽然中长期贷款所占比重基本保持稳定，但短期贷款比重大幅低于正常水平，这种现象表明票据融资资金在银行体系内循环的情况可能确实存在，反映了银行在高速扩张信贷规模的表象下，对资金运用依然持谨慎态度。此外，从另外一个角度看，也表明银行同样对今后货币政策的走向持谨慎态度：一直以来，票据融资的规模可控性较强，在相当程度起到了银行贷款蓄水池的作用，在 07、08 年一般性贷款利息收益

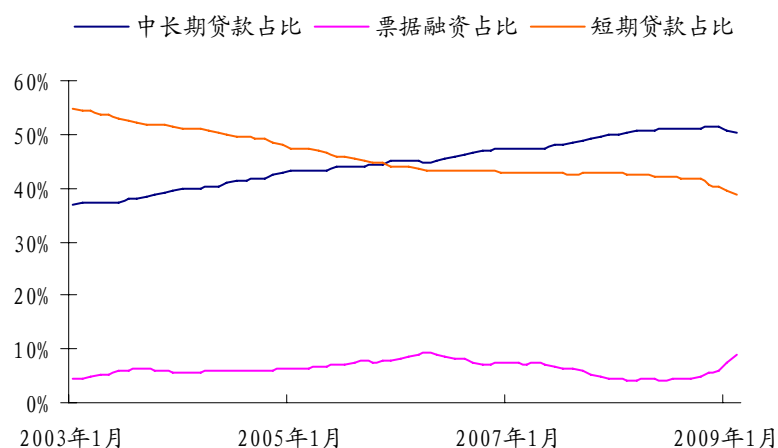
率较高，而信贷规模受限时，银行通常通过压缩收益率较低的票据融资比重，在控制贷款规模的前提下提高贷款收益率。而目前银行的这种巨量发放票据融资的信贷结构，则是银行在信贷环境宽松，而一般性贷款风险增加时，通过票据融资抢占信贷指标所作的结构安排，一旦未来宽松的银根逐步收窄，银行可以较为自如地将其中一部分存量票据融资转化为一般性贷款，从而保证银行整体收益率。

Figure 5 2008 年底以来票据融资占比不断攀升



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 2003 年以来存量贷款中各类贷款占比



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

新增贷款规模增速将逐步趋于稳定

尽管 1, 2 月份银行信贷规模超预期增长，但我们预计之后新增贷款增速将逐步趋于稳定。首先，从历年银行放贷时间安排上看，第一季度放款占全年比重最大已属惯例，而之后逐季下降，今年这种情形将更为突出；其次，从今年中报和三季报各家银行所公布的资本充足率及核心资本充足率看看，大型国有商业银行、城市商业银行及部分股份制商

业银行的资本充足率较高，这部分公司能够乘政策放松东风，较自如地拓展业务；而华夏银行、浦发银行、深发展及民生银行的资本充足率已接近 8% 的监管“红线”，在设法补充资本之前，其业务扩张将受到资本不足的制约。但从目前的资本充足率看，大部分银行的自有资本规模都不足以将信贷全年增速维持以 1、2 月份水平；第三，票据融资的“蓄水池”作用将逐步显现，银行在未来在实体经济产生信贷需求时，可能通过变更贷款结构的方式安排一般性贷款，而不仅仅是通过增加贷款存量；第四、1、2 月份的高速增长更多源自政策性拉动结合紧缩后的反弹，至于全年放贷规模，仍决定于宏观经济形势是否能够逐步复苏，企业真实自主贷款需求规模仍存在不确定性。

Figure 7 部分商业银行资本充足率已临近监管标准

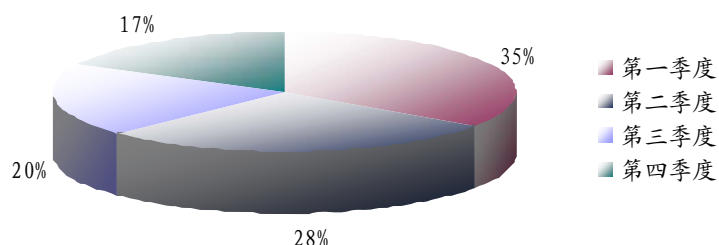
证券简称	资本充足率		核心资本充足率		贷款/存款 2008 年 Q3 %
	2008 年 Q3 %	1H2008 年 %	2008 年 Q3 %	1H2008 年 %	
北京银行	N/A	19.14	N/A	16.18	59.23
工商银行	12.62	12.46	10.51	10.33	54.35
华夏银行	N/A	8.22	N/A	4.51	70.56
建设银行	12.1	12.06	10.2	10.08	57.81
交通银行(注)	13.47 (08A)	14.06	9.54 (08A)	9.98	71.21 (08A)
民生银行	N/A	9.21	N/A	6.57	78.79
南京银行	N/A	25.59	N/A	22.56	59.64
宁波银行	16.44	17.02	15	15.5	64.49
浦发银行	8.47	8.66	5.17	4.95	72.07
深发展 A(注)	8.58 (08A)	8.53	5.27 (08A)	6.15	78.70 (08A)
兴业银行	11.05	10.85	N/A	8.49	79.17
招商银行	12.82	10.41	8	8.83	65.14
中国银行	13.43 (08A)	13.78	10.81 (08A)	10.85	63.71 (08A)
中信银行	14.66	14.28	12.88	12.34	74.32

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

注：中国银行、交通银行、深发展数据为 2008 年全年数据

Figure 8 2004 年以来上市银行贷款季度安排的平均水平——逐季递减

04年以来贷款季度安排的平均水平



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

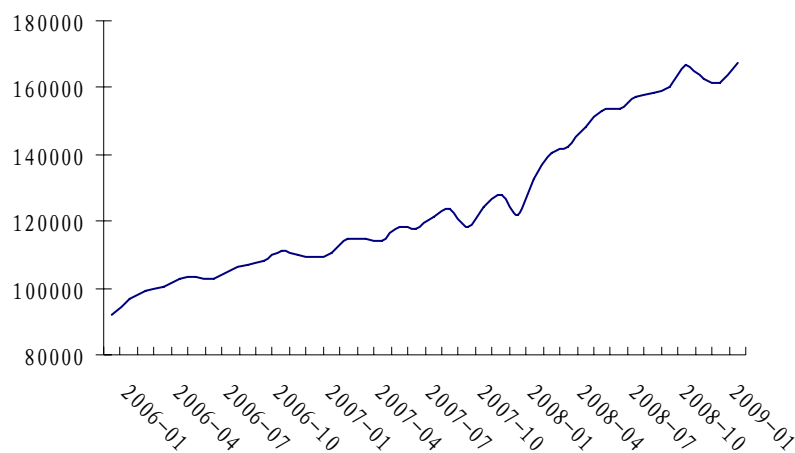
净息差将触底回升

2008 年 3 季度起, 由于前期多次加息和提高法定存款准备金率的叠加效应, 以及股市热潮退去之后资金回流银行带来的存款结构迅速定期化, 令银行净息差见顶回落我们认为, 目前净息差仍处于下行区间, 但将在第二季度见底回升, 分别从影响银行净息差水平的各个因素逐一分析

存贷比趋于上升, 银行付息成本压力减轻。

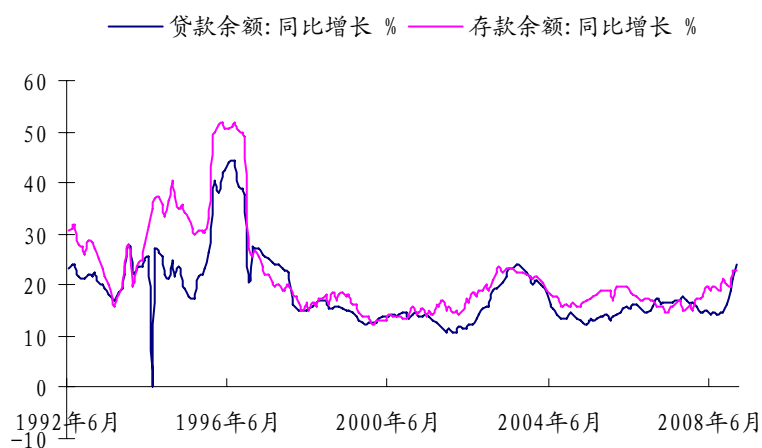
此前紧缩的货币政策抑制了银行放贷规模, 而于此同时大量流动性淤积于银行, 导致银行存贷比不断下降, 付息成本压力越来越大。但 2 月以来, 贷款增速重新超过了存款, 存贷增速“剪刀差”变为正数, 这种趋势的延续, 有利于降低银行付息成本, 提高资金运用的盈利水平

Figure 9 2008 年 4 季度以来, 存贷差高位震荡, 无明显攀升



资料来源: 中国人民银行、世纪证券研究所

Figure 10 今年 2 月起存贷增速剪刀差转向, 贷款增速开始超过存款

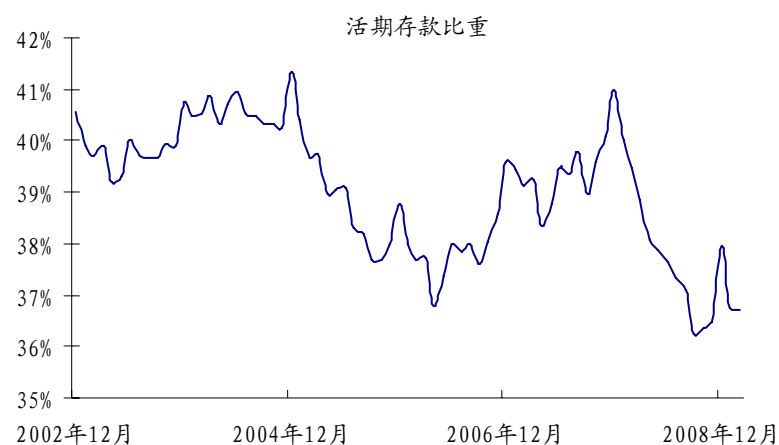


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

存款定期化趋势对净息差影响为中性。

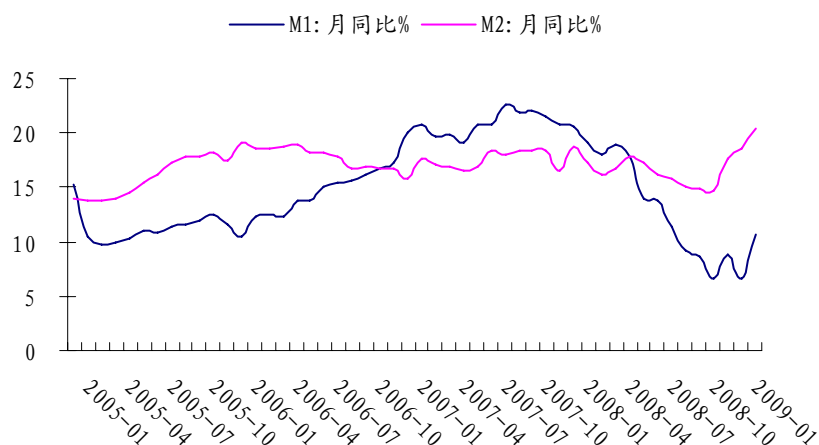
由于国内金融市场产品较为有限, 投资者的选择不多, 因此随着市场周期的变动, 定期存款占比与资本市场的火爆程度存在此消彼长的关系。在目前的经济大环境下, 2006, 2007 年牛市盛况料难重现, 因此短期内, 银行付息负债中, 低成本率的活期存款所占比重难以显著回升。但定期存款所占比重也显然不会无限上升, 从历史数据看, 经历了去年 1 月后的急剧下滑, 9 月以来, 活期存款占存款总额比重一直在徘徊 36% 左右附近, 这已经为 2002 年底以来的最低水平, 因此预计第二季度定期存款占比不会有太大波动, 对于净息差影响应为中性。M1、M2 增速剪刀差仍然很大, 但 2 月较 1 月略有缩小。

Figure 11 活期存款占比下滑至 2002 年 12 月以来的最低区间



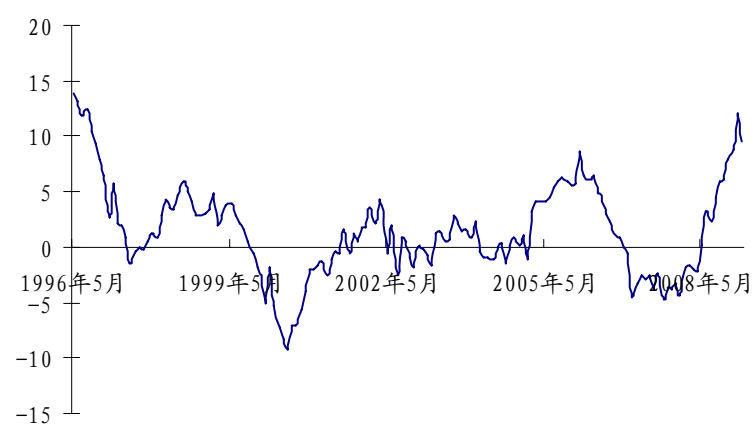
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 货币供应量显著回升显著回升, M1, M2 增速剪刀差略有缩小



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 M2 增速 - M1 增速的剪刀差为 96 年 10 月以来的最高点, 2 月略有回落



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

未来贷款结构调整将有利于银行资金收益率的提升。

1、2 月份巨额低收益率票据融资对于银行业绩实际提升力度有限，事实上，由于大量流动性集聚于货币市场，导致货币市场资金收益率持续走低，甚至与定期存款利率发生倒挂。如 1 月部分票据贴现加权平均利率为 1.4% 左右，相比之下，低于半年期存款利率。这种资金低效运用的现状，是我们认为银行净息差仍在下滑的重要依据。但如前文分析，票据融资虚增的局面不可能长期持续，一旦银行根据业务需求，将部分存量票据融资转化为一般性贷款，目前票据融资“蓄水池”中储备的巨额信贷指标，将给予银行充分的空间来提升其资金运用的整体收益率。

从后续货币政策的影响看，有利于净息差的提高。

央行进一步大幅降息的预期减弱，相反可能采取降低法定准备金率的方式来放宽银根。对于银行而言，06 年来多达 19 次共计 8 个百分点的法定准备金率的上调，迫使银行系统超过 3 万亿资金利率固定在 1.89%。且出于避险或缺乏相应投资渠道考虑，各上市银行均有不同程度的超额准备金，这部分资金的利率更低至 0.99%。法定准备金率的调整，会增厚超额准备金率，在目前信贷宽松的环境下，出于逐利原则，银行不大可能维持过高水平的超额准备金率。这部分低收益率资金运营方式的改变，将有利于提升银行净息差水平。

债券投资收益增加有利于提升息差收益。

收益率方面，2008 年第四季度债券收益曲线的下滑是影响银行资产配置中债券部分收益率的原因，进而对银行净息差产生消极影响。但进入 2009 年以来，由于一揽子刺激经济政策举措，国债、金融债的融资要求将明显放大，一方面银行将因此而提高债券资产方面的配置，这有利于银行资产安全性及收益性的优化，另一方面随着各项投资项目的逐步落实，创造的融资需求增量将改变债券市场的资金供求关系，预期收益率曲线将因此而提升，整体有利于息差收益的提高。

高额信贷投放缓解违约压力，资产质量短期无忧

经济下行拐点确定、次贷危机的不断深化、房地产市场的景气度下滑，令市场对银行贷款质量的担忧却与日俱增。从公布 2008 年年报的三家银行数据反映，银行资产质量压力已经初显端倪。三家交通银行不良贷款余额与不良率在四季度均呈“双升”格局。

Figure 14 三家银行四季度不良率呈上升局面

证券简称	2007 年	2008 年 1 季度	2008 年中期	2008 年 3 季度	2008 年
中国银行	3.12	2.77	2.58	2.58	2.65
交通银行	2.05	N/A	1.83	1.75	1.92
深发展 A	5.62	5.15	4.64	4.28	4.42 (注)

资料来源：公司报告

注：深发展 2008 年全年数据包括了核销数据在内

但从目前形势看，公司贷款方面，去年底以来巨额贷款投放，明显缓解了工业企业流动性的不足，5 次降息降低了企业的财务费用支出，短期内企业经营状况正在好转，违约风险有所降低；个人贷款方面，5 次降息及利率优惠政策，同样明显地减轻了个人利息负担，房地产市场在各地相关政策的刺激下，部分沿海发达地区房地产成交量价趋稳略升，个人房地产按揭违约压力有所缓解。

从银行自身看，2008 年中报、三季报及年报显示，除宁波银行外，其余各上市银行不良贷款拨备覆盖率较 2007 年相比，均有明显的提高。这可以看作各上市银行在近两年经营状况较好的状况下，主动提高拨备规模的“储量越冬”行为。此举令银行能在贷款不良率上升时，通过适当调低拨备覆盖率，即可平滑贷款质量下降给业绩的冲击。

Figure 15 大部分上市银行拨备覆盖率均有明显提高

证券简称	2006 年	2007 年	1H2008 年	2008 年 Q3	2008 年
深发展 A	47.6288	48.28	53.75	54.59	105.14
宁波银行	405.28	359.94	323.44	201.69	N/A
浦发银行	151.46	191.08	215.08	215.91	N/A
华夏银行	84.1013	109.27	126.12	N/A	N/A
民生银行	116.62	113.14	114.2	123.7781	N/A
招商银行	135.61	180.39	216.13	N/A	N/A
南京银行	107.25	146.88	191.86	N/A	N/A
兴业银行	126.03	155.21	174.38	168.29	N/A
北京银行	87.27	119.88	140.92	N/A	N/A
交通银行	114.69	95.63	107.65	113.84	166.10
工商银行	70.56	103.5	116.08	121.16	N/A
建设银行	82.24	104.41	117.23	119.41	N/A
中国银行	96	108.18	120.39	121.49	121.72
中信银行	84.62	110.01	115.41	120.27	N/A

资料来源：公司报告

从银行资产配置看，新增贷款中高比重的票据融资风险较低，短期内有利于银行资产质量的稳定。但如果这部分票据融资朝一般性贷款转化，则其安全性将取决于中国经济何时能够实现复苏。

估值水平仍出于安全区间

经过一季度的这轮资金推动型的上涨，银行估值水平从底部有所回归，以 2009 年 3 月 25 日收盘价为标准，各上市银行 2008 年市盈率基本位于 8-15 倍之间，市净率 1.8-2.5 倍之间，整体而言仍处于安全区间。

Figure 16 上市银行银行估值水平

	PE				PB			
	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
中国银行	15.41	13.56	11.00	10.07	2.03	1.81	1.65	1.51
中信银行	20.35	7.85	12.28	11.46	2.17	1.93	1.66	1.52
工商银行	15.71	10.77	9.79	8.74	2.34	2.17	1.86	1.68
建设银行	14.00	9.55	8.96	8.07	2.32	1.95	1.71	1.53
宁波银行	22.33	15.00	17.49	15.31	2.99	2.69	2.40	2.15
交通银行	13.67	10.14	9.64	8.74	2.24	1.99	1.70	1.49
民生银行	10.19	8.39	8.14	7.04	1.41	1.19	1.36	1.19
华夏银行	19.57	12.82	12.22	10.64	3.15	1.85	1.63	1.44
南京银行	20.27	14.96	14.42	13.23	2.32	2.08	1.91	1.74
北京银行	18.57	11.61	12.25	11.19	2.73	2.30	2.01	1.78
招商银行	14.41	9.42	8.92	8.28	3.24	2.57	2.13	1.81
浦发银行	16.44	9.39	9.98	9.35	3.19	2.85	2.44	2.06
深发展 A	12.44	79.00	11.93	10.42	2.79	2.99	2.18	1.86
兴业银行	12.55	9.67	9.73	8.66	2.82	2.24	1.93	1.65

资料来源：世纪证券研究所 注：中国银行、交通银行、深发展 2008 年数据为实际数据

银行业 2 季度投资策略

虽然未来经济复苏形势仍未明朗，但受信贷规模非常量增长带动的连锁效应下，表现为利息收入“以量补价”，净息差触底反弹，违约风险有所缓解，整体而言，商业银行经营压力在短期内将有所减轻。而从估值情况来看，目前上市商业银行 8-15 倍 PE，1.8-2.5 倍 PB 仍处于安全区间，调高 2009 年对银行业评级为“强于大市”。建议关注收益经济刺激计划中基础设施建设项目程度较高的国有大型商业银行，及资产质量优良、拨备充分，业绩张力较高的部分中小型银行。

Figure 17 A 股上市商业银行预测及估值

	EPS (元)				BVPS (元)			
	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
中国银行	0.22	0.25	0.31	0.34	1.67	1.87	2.05	2.25
中信银行	0.23	0.60	0.38	0.41	2.16	2.42	2.81	3.08
工商银行	0.24	0.35	0.38	0.43	1.61	1.74	2.03	2.25
建设银行	0.30	0.44	0.47	0.52	1.81	2.15	2.46	2.75
宁波银行	0.43	0.64	0.55	0.63	3.21	3.57	3.99	4.47
交通银行	0.43	0.58	0.61	0.67	2.62	2.96	3.45	3.93
民生银行	0.48	0.58	0.60	0.69	3.47	4.10	3.60	4.10
华夏银行	0.50	0.76	0.80	0.92	3.11	5.29	6.00	6.78
南京银行	0.62	0.84	0.87	0.95	5.41	6.04	6.59	7.23
北京银行	0.63	1.01	0.96	1.05	4.28	5.08	5.81	6.58
招商银行	1.04	1.59	1.68	1.81	4.62	5.83	7.04	8.28
浦发银行	1.26	2.21	2.08	2.22	6.50	7.29	8.52	10.09
深发展 A	1.27	0.20	1.32	1.52	5.67	5.28	7.26	8.50
兴业银行	1.75	2.27	2.26	2.54	7.78	9.80	11.40	13.30
	PE				PB			
	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
中国银行	15.41	13.56	11.00	10.07	2.03	1.81	1.65	1.51
中信银行	20.35	7.85	12.28	11.46	2.17	1.93	1.66	1.52
工商银行	15.71	10.77	9.79	8.74	2.34	2.17	1.86	1.68
建设银行	14.00	9.55	8.96	8.07	2.32	1.95	1.71	1.53
宁波银行	22.33	15.00	17.49	15.31	2.99	2.69	2.40	2.15
交通银行	13.67	10.14	9.64	8.74	2.24	1.99	1.70	1.49
民生银行	10.19	8.39	8.14	7.04	1.41	1.19	1.36	1.19
华夏银行	19.57	12.82	12.22	10.64	3.15	1.85	1.63	1.44
南京银行	20.27	14.96	14.42	13.23	2.32	2.08	1.91	1.74
北京银行	18.57	11.61	12.25	11.19	2.73	2.30	2.01	1.78
招商银行	14.41	9.42	8.92	8.28	3.24	2.57	2.13	1.81
浦发银行	16.44	9.39	9.98	9.35	3.19	2.85	2.44	2.06
深发展 A	12.44	79.00	11.93	10.42	2.79	2.99	2.18	1.86
兴业银行	12.55	9.67	9.73	8.66	2.82	2.24	1.93	1.65

资料来源：世纪证券研究所 注：中国银行、交通银行、深发展 2008 年数据为实际数据

行业风险因素提示

国内商业银行巨额信贷与政府刺激经济的政策意图关系紧密，但从目前看，2 月 M2 货币增量基本与当月信贷投放量相当，这表明还没有明显迹象显示工业企业货币创造能力开始恢复。因此，如果高额的信贷未

能转化为工业企业货币创造能力，有效拉动经济增长，则如此高节奏地放贷将使银行收入及资产质量面临较大的压力。

重点公司

工商银行

工行是我国最大的商业银行，资产规模在国内位居第一，拥有广泛的国内分销网络和庞大的客户基础，在公司业务、个人业务方面都形成了较大的规模优势。公司上市以来，业务发展实力得到进一步增强，近两年业绩增长均保持了较高速度。二级市场上虽然其走势落后于银行股整体水平，但也表现出了较强的抗跌能力。公司资产质量优良，规模庞大，是最能受益于 4 万亿经济刺激计划的银行之一，2009 年有望保持持续增长。出于工行初步体现的规模效应，更强的应对不利外部环境的弹性，以及相对较安全的估值水平的考虑，维持其“增持”投资评级。

招商银行

招行重点业务地域，经济发达程度较高，优良客户资源较为丰富，且企业对资金的渴求程度依然很高，因此预计招行信贷业务具有更强地抗经济下滑风险能力。

中间业务向来是招商银行的强项。虽然预计 2009 年手续费以及佣金净收入将难及高峰年，但其银行卡业务、代理债券买卖、银保合作等业务已经具备一定先发优势，能够部分抵消股市相关业务萎缩带来的消极影响。

招行资产质量位居行业前列，2007 年不良贷款率仅为 1.54%，2008 年中期不良率进一步下降到 1.25%，有效降低了信用成本；招行 08 年中期拨备覆盖率高达 216.13%，且其业务范围多集中在沿海发达地区，有利于抵御贷款质量下降的压力。招行盈利能力强劲，净资产收益率在同行中位居前列。

考虑到其初步具备的零售业务先发优势，明确的战略定位、未来可靠的成长性，优良的业务结构，以及较为领先的经营模式，维持其“增持”投资评级。

浦发银行

公司是增长最快的股份制商业银行之一。受益于净息差扩大，信用成本下降，两税合并等积极因素，2008 年依然维持了高速增长的势头，增速位居国内同行最前列。公司规模增长稳健、资产质量保持良好。公

司股价一度因公开增发及限售股解禁打压，低位运行，在 2009 年 1 季度走势强劲，估值水平已经逐步修正，符合我们此前预期。未来看，公司向采用高杠杆的经营方式，如果公司能够通过定向增发等方式充实资本金，则能令公司业绩增长在 2009 年调控放松时具备更强业绩增长的张力，强有力的成长性是其最重要的亮点，维持“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.