

研究员：黄薇

 行业：金融
 (8621)64718888-1813

最坏时期或已过去 期待“大象”再次起舞

——2季度银行业投资策略

投资要点：

1. 年度投资策略报告回顾

- 09年以来的10个星期内，银行股落后大盘近5个百分点，符合年度策略给予的“中性”评级。个股推荐了南京银行、浦发银行和工商银行3家。截至3月20日，南京银行和浦发银行上涨了48.53%和45.43%，工行仅上涨6.78%。

2. 降息预期减弱 资产质量压力减轻

- 银行审慎的放贷原则使得大量流动性滞留在银行体系内部（具体体现在低风险低收益的票据融资大增），同时企业新开工意愿较低导致贷款需求下降，再度降息对缓解这种尴尬的局面意义并不大，因此我们认为09年再度大幅、持续降息的可能性较08年末已经大大降低。
- 资产质量方面。高额信贷投放和房地产销售回暖有效缓解了不良贷款上升压力。
- 息差下降以及08年1季度的高基数，我们预计09年1季度银行业整体净利润难以实现正增长，有望同比增长的银行是交行、浦发、深发展、华夏、南京、宁波，其中浦发、南京、华夏增幅较大。

3. 信贷高歌猛进 能否持续？

- 票据融资类贷款：绝对额会减少，占比略有下降。
- 政府主导类贷款：2季度高投放仍可期。
- 普通企业类贷款：或随经济复苏上演“国退民进”。

4. 有“力”还要有利 贷款收益如何？

- 净息差在09年1季度或上半年见顶的情况将普遍的体现在各上市银行中，导致09年1季度净利息收入有较大的同比压力。预计随着存款重定价的到来及票据融资在信贷占比中下降，下半年银行净息差将逐渐回升。

5. 评级调整情况

- 09年以量补价的信贷增长方式进展顺利，高额信贷投放和实体经济渐暖缓解资产质量压力，盈利水平最差的时期或已过去，且目前银行业估值水平与沪深300比较仍有优势，银行股价相对安全。我们上调银行业评级至“推荐”。
- 调整年度投资策略中的个股组合，上调北京银行和招商银行至推荐，维持对南京银行、浦发银行和工商银行的“推荐”评级。

重点推荐公司

	市盈率（倍）			市净率（倍）			
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	评级
南京银行	14.84	12.57	11.23	2.07	1.83	1.61	推荐
浦发银行	8.74	8.22	7.34	2.65	2.48	1.98	推荐
工商银行	11.36	10.70	9.89	2.09	1.85	1.64	推荐
北京银行	13.15	11.84	10.57	1.88	1.66	1.46	推荐
招商银行	10.02	11.96	10.37	2.47	2.18	1.96	推荐

联系人

 张燕华
 (8621)64718888-1287
 zhangyanhua@stocke.com.cn
 上海市长乐路
 1219 号长鑫大厦
 18 层
 (200031)

目录

一、年度投资策略回顾	4
1.1 行业评级回顾	4
1.2 个股评级回顾	4
二、降息预期减弱 资产质量压力减轻	5
2.1 降息预期有所下降 利好银行息差	5
2.2 高额信贷投放和房地产销售回暖有效缓解不良贷款上升压力	6
2.3 各银行 1 季度净利润预测	7
三、信贷高歌猛进 能否持续	9
3.1 票据贴现类贷款：绝对值逐步减少	10
3.2 政府主导类贷款：2 季度高投放仍然可期	12
3.3 普通企业类贷款：随经济复苏上演“国退民进”	13
四、有“力”还要有利 贷款收益如何	15
4.1 贷款利率下浮	15
4.2 部分银行息差已于 08 年 1 季度见顶	16
五、行业及公司投资评级	17
5.1 上调至“推荐”评级	17
5.2 推荐工行、南京、浦发、北京和招商	18
六、风险提示	23

图目录

图 1: 今年来银行股与沪深 300 指数走势比较	4
图 2: 08 年 4 个阶段的净利润同比增速下滑严重	7
图 3: 07~08 年存贷款基准利率走势	7
图 4: 大型金融机构历年准备金率调整情况	8
图 5: 各类银行在 1 月新增的三类贷款中的占比	9
图 6: 近 4 个月的当月新增票据贴现量猛增 图 7: 近 1 年来各类贷款单月新增情况	10
图 8: M2 增速与当月新增存款表明流动性充裕	10
图 9: 票据贴现的参考利率 SHIBOR 高于超储利率和 1 年期国债收益率	11
图 10: 央票净投放额在 2 月份大幅缩水	11
图 11: 同业拆借市场加权平均利率大幅下跌 图 12: 各期限的票据融资额	12
图 13: 98 年金融危机时期固定资产投资先于 GDP 启动	13
图 14: 98 年开始的财政刺激政策下固定资产投资 4 类资金来源占比情况	14
图 15: 08 年以来贷款利率上/下浮占比情况 图 16: 上浮贷款的占比分解	15
图 17: 部分银行的净息差已经于 08 年 1 季度见顶	16
图 18: 部分银行的净息差在 08 年上半年达到历史高位	17
图 19: 银行股与沪深 300 走势对比	17
图 20: 上市以来南京银行的 PE 和 PB 走势	20
图 21: 2001 年以来浦发银行的 PE 和 PB 走势	21

表目录

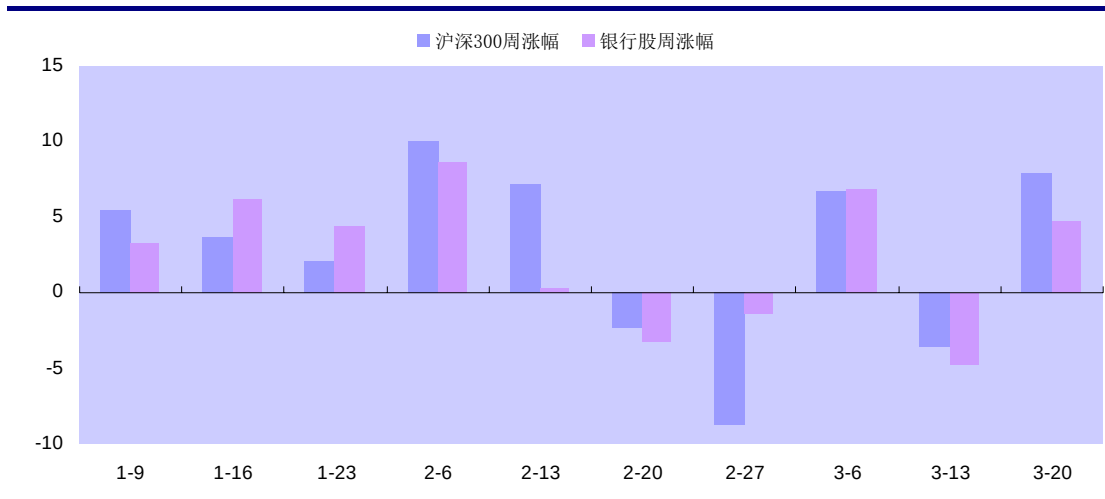
表 1: 2009 年以来银行股股价走势情况	4
表 2: 再次降息 54 个基点对各银行息差的影响	5
表 3: 08 年银行业贷款质量较 07 年进一步提高	6
表 4: 高风险行业贷款及个人贷款在各银行中的比例 (%)	6
表 5: 各银行 09 年 1 季度净利润预测	8
表 6: 各类银行在新增贷款中的历史占比情况	9
表 7: 近 3 个月以来新增贷款情况	13
表 8: 1 月新增贷款收益率测算	15
表 9: 南京银行利润表预测摘要	19
表 10: 南京银行主要指标预测	19
表 11: 浦发银行利润表预测摘要	20
表 12: 浦发银行主要指标预测	20
表 13: 北京银行利润表预测摘要	21
表 14: 北京银行主要指标预测	22
表 15: 工商银行利润表预测摘要	22
表 16: 工商银行主要指标预测	22
表 17: 09 年上市银行限售股解禁情况 (单位: 百万)	23

一、年度投资策略回顾

1.1 行业评级回顾

我们在 09 年投资策略中对银行业给予“中性”评级。09 年以来的 10 个星期内，银行股跑赢沪深 300 指数 4 次，银行股上涨 26.90%，沪深 300 指数上涨 31.26%，银行股落后大盘约 5 个百分点，符合中性评级。

图 1：今年来银行股与沪深 300 指数走势比较



数据来源：天相，浙商证券研究所

1.2 个股评级回顾

在 2009 年年度投资策略中我们推荐了南京银行、浦发银行和工商银行 3 家。截至 3 月 20 日，南京银行和浦发银行 2009 年以来分别上涨了 48.53% 和 45.43%，位居 14 家银行涨幅榜的第 2 位和第 3 位，而工商银行仅上涨 6.78%，位居第 14 位。

表 1：2009 年以来银行股股价走势情况

名称	代码	收盘，元	涨幅，%	成交金额
深发展 A	000001	1121.34	60.57	37447487488
南京银行	601009	12.80	48.53	13598322688
浦发银行	600000	52.75	45.43	76587008000
兴业银行	601166	21.52	44.66	39853137920
宁波银行	002142	9.66	40	12378620928
华夏银行	600015	16.94	33.43	27266797568
北京银行	601169	11.30	25.71	20650166272
交通银行	601328	6.06	23.2	21215537152
中信银行	601998	4.74	21.77	8853332992
招商银行	600036	37.34	21.05	101630910464
民生银行	600016	52.52	18.92	47581700096
中国银行	601988	3.44	15.83	16963701760
建设银行	601939	4.35	9.66	34901803008

工商银行	601398	3.89	6.78	44204740608
------	--------	------	------	-------------

数据来源：天相，浙商证券研究所

数据说明：截至 3 月 20 日

我们认为，南京银行因资产质量优良、较高占比的债券业务不受贷款需求影响而给予投资者业绩稳定的预期；浦发银行 08 年业绩预增 127%、盈利丰厚、拨备厚实，且受益于上海市国资委金融资源整合，因此上述 2 只银行股涨幅居前。而工商银行作为我国规模最大，收益最稳定的银行，我们是从稳健、防止下跌的角度来给出推荐理由的。由于 09 年以来的市场气氛是中小盘股较大盘蓝筹股活跃，因此工商银行涨幅较小。

二、降息预期减弱 资产质量压力减轻

2.1 降息预期有所下降 利好银行息差

08 年 9 月放开信贷管制后的高额信贷投放使流动性大大增强，连续降息也使得企业财务压力减轻，这从客观上减轻了继续降息的预期。目前来看，银行审慎的放贷原则使得大量流动性滞留在银行体系内部（具体体现在低风险低收益的票据融资大增），而企业新开工意愿较低导致贷款需求下降，再度降息对缓解这种尴尬的局面意义并不大，因此我们认为 09 年再度大幅、持续降息的可能性较 08 年末已经大大降低。

同时我们注意到当前票据贴现的利率已经回复到同期存款利率之上，有效阻断了少数企业利用票据贴现套利的行为，因此降息的必要性再度削弱。

此外，央行副行长苏宁在 3 月初出席政协小组讨论会时表示，目前中国市场的资金流动性非常充裕，同时银行间市场利率低，流动性也很充裕，降低存款准备金率的可能性在短期不是很大。

表 2：再次降息 54 个基点对各银行息差的影响

	对生息资产收益率影响	降息对计息负债成本影响	降息对净息差的影响	债券、法定及超额准备金率合计影响	合计影响
工商银行	-0.25%	-0.31%	0.04%	-0.04%	0.01%
中国银行	-0.26%	-0.33%	0.03%	-0.04%	0.00%
建设银行	-0.26%	-0.31%	0.02%	-0.06%	-0.02%
交通银行	-0.29%	-0.29%	-0.02%	-0.05%	-0.06%
招商银行	-0.27%	-0.26%	-0.03%	-0.04%	-0.06%
中信银行	-0.31%	-0.31%	-0.03%	-0.04%	-0.07%
浦发银行	-0.29%	-0.31%	0.00%	-0.02%	-0.02%
民生银行	-0.32%	-0.30%	-0.04%	-0.04%	-0.06%
兴业银行	-0.26%	-0.25%	-0.03%	-0.02%	-0.05%
深发展	-0.33%	-0.26%	-0.08%	-0.04%	-0.11%
华夏银行	-0.27%	-0.30%	0.02%	-0.03%	-0.01%
北京银行	-0.25%	-0.28%	0.01%	-0.04%	-0.02%
南京银行	-0.21%	-0.26%	0.03%	-0.03%	0.01%
宁波银行	-0.26%	-0.29%	0.00%	-0.03%	-0.03%

数据来源：公司季报，浙商证券研究所

2.2 高额信贷投放和房地产销售回暖有效缓解不良贷款上升压力

经济下行时期的银行业贷款质量一直是各界关注的焦点。08年4季度各银行纷纷增加拨备，有的银行在4季度不良贷款余额和不良贷款率遭遇“双升”，引发银行资产质量下行的预期。而我们认为，商业银行审慎的放贷原则有效阻止了不良贷款增加，而高额信贷投放又平滑了不良率，截止08年末，中小商业银行不良贷款率降至1.7%，创下历史新低。

表 3: 08 年银行业贷款质量较 07 年进一步提高

	2008		相对于 2007	
	余额	占比	余额	占比
不良贷款	5681.80	2.45%	-7002.40	-4.00%
次级类贷款	2664.30	1.15%	481.00	0.00%
可疑类贷款	2446.90	1.06%	-2176.90	-1.00%
损失类贷款	570.60	0.25%	-5306.50	-3.00%
分银行类别				
大型商业银行	4944.90	2.49%	-7065.00	-4.00%
国有商业银行	4208.20	2.81%	-6941.30	-5.00%
股份制商业银行	736.60	1.51%	-123.80	-1.00%
城商行	484.50	2.33%	-27.00	-1.00%
农商行	191.50	3.94%	60.90	0.00%
外资银行	61.00	0.83%	28.80	0.00%

数据来源：浙商证券研究所

此外，一直被认为是“心腹大患”的房地产开发贷款在近期销售回暖的背景下，贷款质量得到缓解，如果销售回暖能够持续，对银行存量资产的质量提升将有正面作用，尤其是房地产贷款占比较高的民生、兴业的资产质量有缓解作用。

表 4: 高风险行业贷款及个人贷款在各银行中的比例 (%)

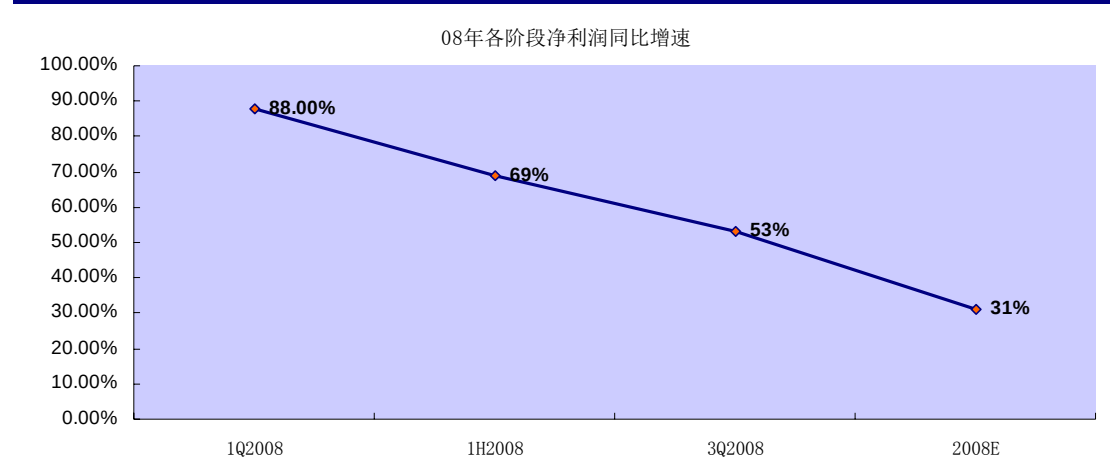
	制造业	房地产业	建筑业	合计	个人住房贷款
工行	18.17	8.73	1.40	28.30	13.50
中行	22.23	8.12	1.50	31.85	19.06
建行	17.94	9.82	3.11	30.87	16.51
交行	26.09	6.18	4.73	37.00	11.97
招商	20.12	5.81	2.66	28.59	18.61
浦发	24.85	9.80	5.62	40.27	14.28
中信	25.12	7.98	3.63	36.73	10.23
民生	29.00	14.00	4.00	47.00	17.00
兴业	17.83	14.29	3.20	35.32	26.32
深发展	25.28	6.78	4.16	36.22	25.61
北京	13.00	12.00	7.00	32.00	9.26
南京	16.47	9.80	3.02	29.29	13.77
宁波	54.44	4.84	3.18	62.46	26.21
简单平均	23.89	9.09	3.63	36.61	17.10

数据来源：公司 08 半年报，浙商证券研究所

2.3 各银行 1 季度净利润预测

08年1季度和08年上半年上市银行净利润同比分别达到88%和69%的高速增长，主要原因在于07年到08年9月前的持续加息导致净息差不断走高，同时由于去年同期的基数较低，因此08年前2个阶段净利润高速增长。

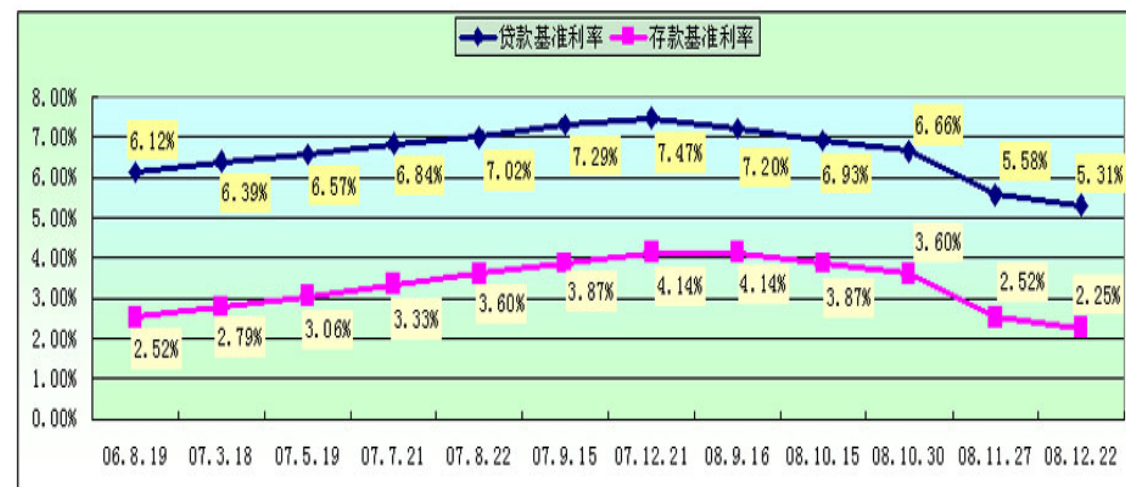
图 2：08 年 4 个阶段的净利润同比增速下滑严重



数据来源：浙商证券研究所

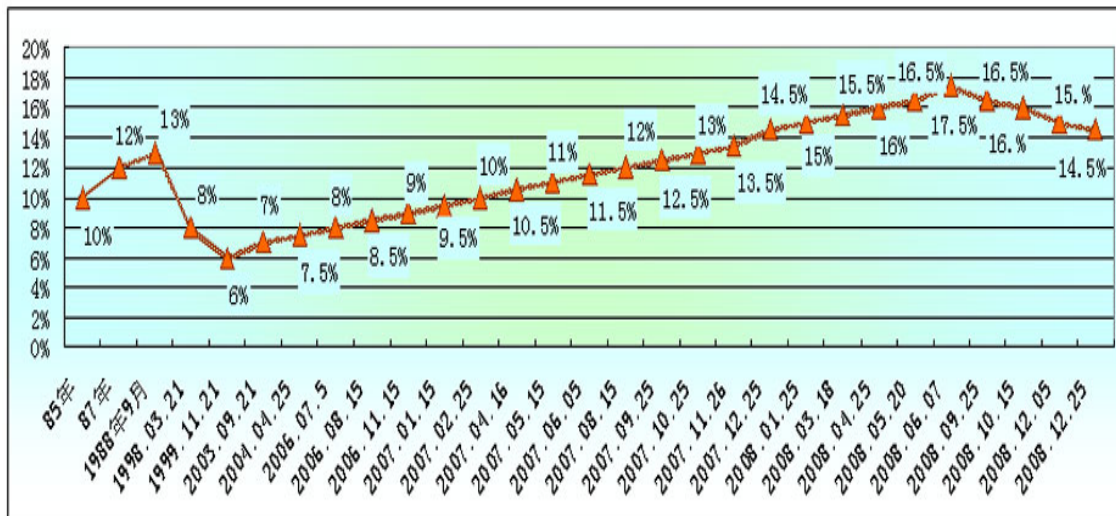
从2007年1月到2008年8月这20个月的时间，央行6次上调存贷款基准利率，15次上调存款准备金率，07年底的中央工作会议上明确提出08年货币政策由稳健改为从紧。从紧的货币政策下，银行在贷款中的议价能力不断上升，加息的累计效应推高息差，加上信贷规模的扩张和中间业务的持续拓展，将大多数上市银行的盈利水平在08年上半年推进到一个顶峰。从08年3季度开始，利率进入降息通道，伴随海外经济危机对实体经济的影响，企业贷款意愿下降，部分银行的营业收入环比出现了负增长，这是上市银行盈利的转折点。

图 3：07~08 年存贷款基准利率走势



数据来源：人民银行，浙商证券研究所

图 4：大型金融机构历年准备金率调整情况



数据来源：浙商证券研究所

进入 08 年 4 季度，随着金融风暴的深入，银监会加大了对各银行信贷风险的关注，要求大型银行上调拨备覆盖率至 130%（后有消息称进一步提升到 150%），中小型银行上调拨备覆盖率至 150%。在此背景下，各银行纷纷加提拨备，一方面为了满足银监会要求，另一方面也为了做低 08 年净利润基数，平滑 09 年利润。我们预计 08 年全年上市银行净利润增速下降为 31.1%。尽管 1 季度高额的信贷投放，但息差下降严重是各银行的普遍现象，再加上 08 年 1 季度高息差造成的高基数，因此 09 年 1 季度银行业整体净利润同比难以实现正增长，我们预计 09 年 1 季度净利润同比增速为 -8.03%。分开来看，09 年 1 季度净利润有望同比增长的银行是交行、浦发、深发展、华夏、南京、宁波，其中浦发、南京、华夏增幅较大。

表 5：各银行 09 年 1 季度净利润预测

	1Q08 净利 润	单季同比增 速	08 年全年利 润 E	1Q09 净利 润 E	单季同比 增速	09 年全年利 润 E
工行	33282	76.17%	111151	32713.52	-1.71%	116834
中行	22993	71.41%	63539	19669	-14.46%	65563
建行	32129	79.49%	91959	28415.4	-11.56%	94718
交行	7904	106.80%	28423	8241	4.26%	29844
招行	6319	156.66%	21645	4545.5	-28.07%	18182
中信	4190	148.96%	13264	2918	-30.36%	11672
浦发	2812	187.53%	12510	3318.25	18.00%	13273
民生	2457	122.35%	9502	2090.5	-14.92%	8362
兴业	3088	119.32%	11363	2869.25	-7.08%	11477
深发展	1004	87.66%	614	1046.1	4.19%	3170
华夏	822	80.66%	3200	925	12.53%	3700
北京	1596	189.66%	5524	1460.25	-8.51%	5841
南京	410	171.52%	1545	467.32	13.98%	1669
宁波	338	58.69%	1332	372.5	10.21%	1490
合计同比		87.74%	30.54%		-8.03%	2.70%

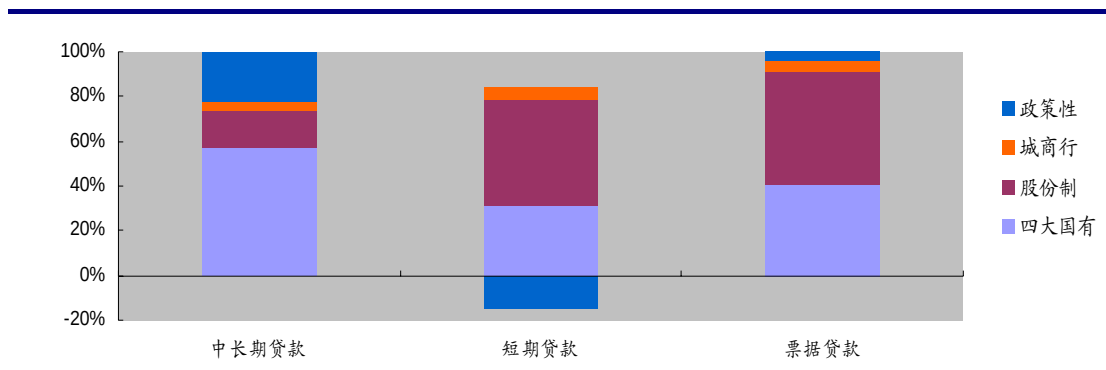
数据来源：浙商证券研究所

数据说明：灰色底纹为预测区域

三、信贷高歌猛进 能否持续

1 月份新增信贷 1.62 万亿，2 月份新增信贷 1.07 万亿，09 年 1 季度新增信贷或将突破 3.5 万亿。如此高额信贷投放部分弥补了 08 年底对银行业净利润下滑的担忧，毕竟高额信贷投放对银行、对实体经济来说都会产生效果。现在我们关心的是信贷量能否保持高位运行？本阶段流动性充裕带来的大量票据融资能否顺利的被实体经济复苏的贷款需求所接替，继而成为信贷投放的主力军？

图 5：各类银行在 1 月新增的三类贷款中的占比



数据来源：浙商证券研究所

表 6：各类银行在新增贷款中的历史占比情况

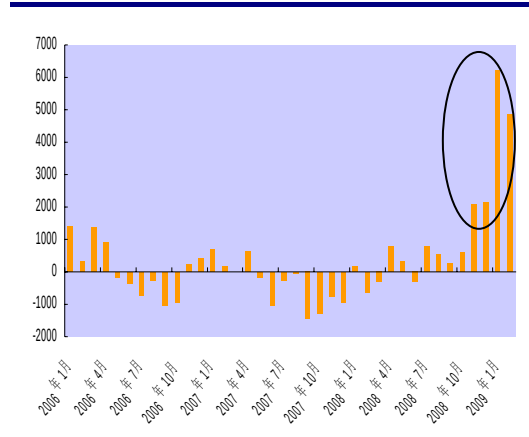
	国有商业 银行	股份制商业银 行	城市商业 银行	农村金融 机构	外资金融 机构	政策性银 行
Mar-2004	48%	19%	5%	21%	0%	4%
Jun-2004	47%	20%	6%	18%	0%	6%
Sep-2004	46%	20%	6%	16%	1%	6%
Dec-2004	44%	20%	6%	11%	1%	12%
Mar-2005	44%	15%	4%	24%	1%	8%
Jun-2005	35%	22%	6%	20%	1%	12%
Sep-2005	30%	26%	8%	18%	1%	13%
Dec-2005	32%	25%	8%	15%	2%	14%
Mar-2006	48%	23%	3%	15%	1%	7%
Jun-2006	42%	23%	8%	16%	2%	7%
Sep-2006	41%	21%	9%	16%	2%	8%
Dec-2006	38%	23%	9%	13%	3%	11%
Mar-2007	42%	25%	6%	18%	2%	6%
Jun-2007	37%	22%	8%	18%	3%	9%
Sep-2007	38%	20%	8%	17%	3%	10%
Dec-2007	36%	21%	8%	14%	5%	12%
Mar-2008	39%	20%	5%	17%	3%	12%
Jun-2008	36%	21%	7%	16%	2%	11%
Sep-2008	36%	21%	8%	16%	2%	11%

Dec-2008	37%	23%	8%	12%	1%	12%
平均	40%	22%	7%	17%	2%	10%

数据来源：CEIC，浙商证券研究所

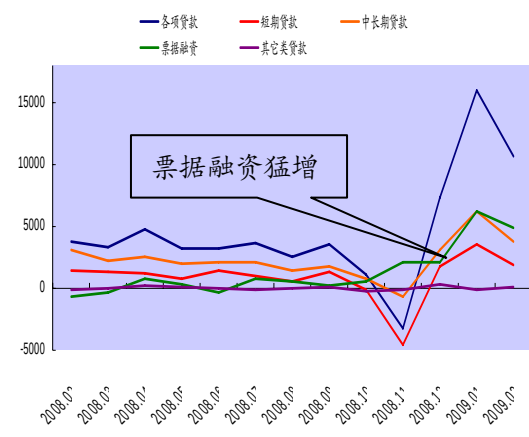
3.1 票据贴现类贷款：绝对值逐步减少

图 6：近 4 个月的当月新增票据贴现量猛增



数据来源：CEIC，人民银行，浙商证券研究所

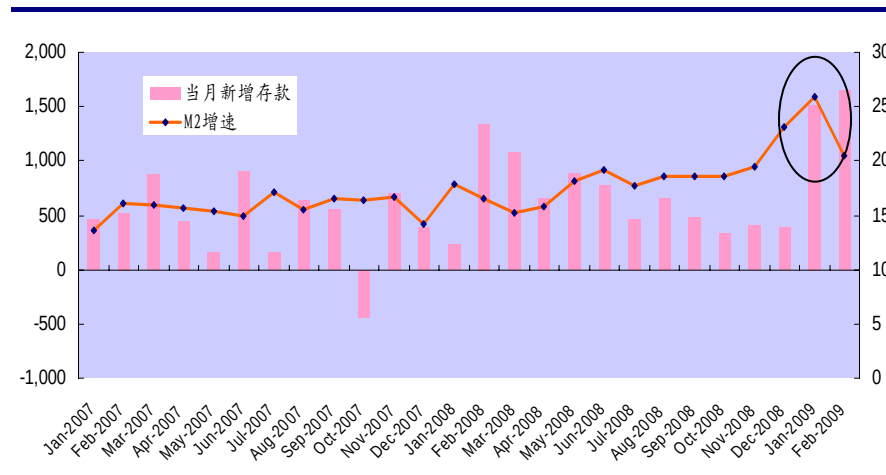
图 7：近 1 年来各类贷款单月新增情况



票据融资在今年 1、2 月份的猛增是由于资金的供给方——银行和资金的需求方——企业，出于各自对资金的运用考虑而做出一致选择的结果。

对银行来说，充裕的流动性下可投项目的减少是其将生息资产投向票据贴现的主要原因。其次，票据贴现历来就是银行流动性管理的常用工具，它风险低、流动性好、灵活方便，可随时用来吸收银行多余的流动性。08 年 10 月以来，在流动性充裕、其它信贷项目谨慎、收益率选择等多方面因素的影响下，银行在资产配置的选择上更多地选择了票据融资。

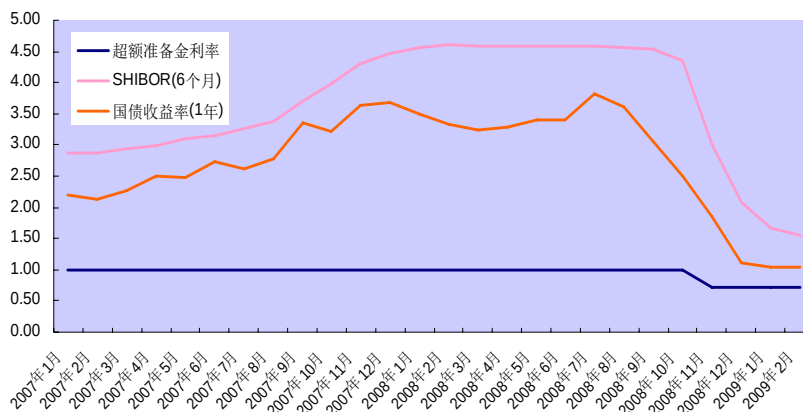
图 8：M2 增速与当月新增存款表明流动性充裕



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

从 08 年 10 月开始，M2 增长开始加速。08 年 11~09 年 2 月银行新增存款高达 2.3 万亿元。

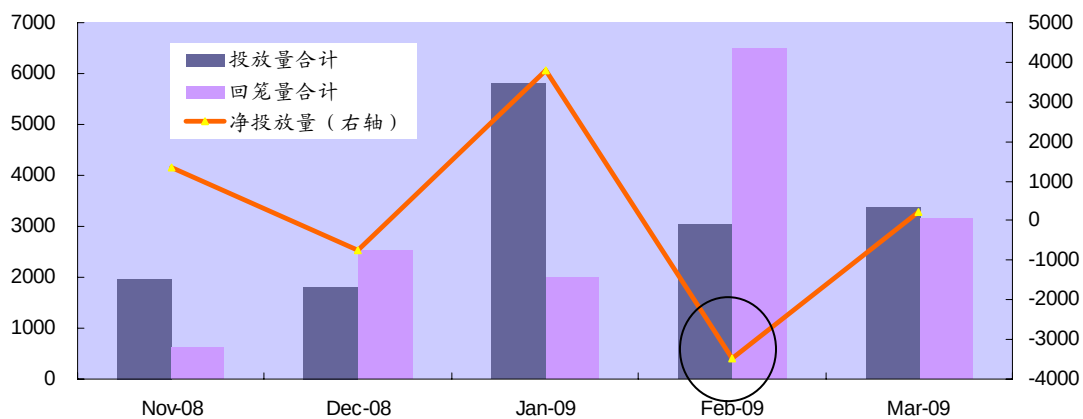
图 9：票据贴现的参考利率 SHIBOR 高于超储利率和 1 年期国债收益率



票据贴现收益率目前仅维持在 1.2%~1.5%，但仍高于 1 年期国债收益率和超额准备金利率 1.04% 和 0.72%。

数据来源：CEIC，浙商证券研究所

图 10：央票净投放额在 2 月份大幅缩水



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

对企业来说，贴现利率低是其选择票据贴现业务融资的主要原因。举例来说，目前 6 个月的贴现利率为 1.2%~1.55%，而同期贷款利率为 4.86%，两者利率差别可高达 3.6%，不少原来不用该业务形势的企业纷纷加入票据业务行列，用票据融资替代部分短期借款，节约融资成本。此外，经济形势不稳定的情况下不敢贸然借中长期贷款进行新开工项目建设，大部分中小企业的资金需求多停留在流动性层面，票据贴现就能很好的满足企业的这种需求。

图 11: 同业拆借市场加权平均利率大幅下跌

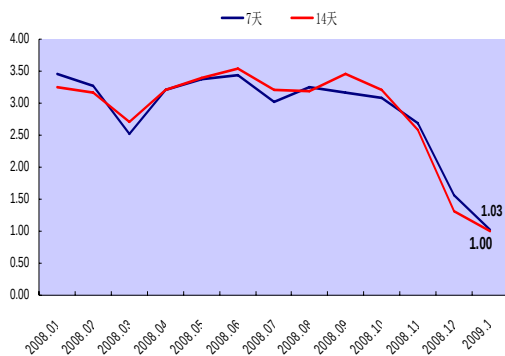
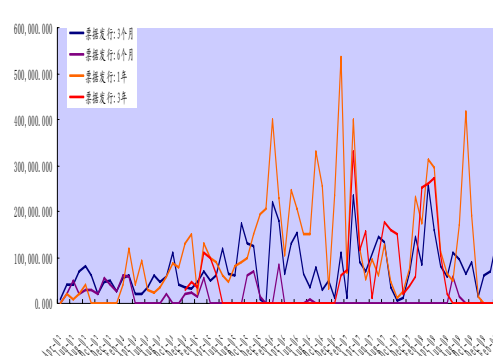


图 12: 各期限的票据融资额



数据来源：人民银行，CEIC，浙商证券研究所

政策面上，银行近期做大票据业务的主观原因还在于利用票据业务占领信贷份额。银行担心管理层对信贷政策的态度会随着贷款的猛增而转向，现在不抓紧扩充信贷份额，一旦政策转变就变得比较被动。

对利用票据融资套利的情况，我们认为这并非多数。半年期整存整取的利率为1.98%，即1.65‰的月利率，当前票据市场的直贴现利率约为1.2~1.4‰，6 个月的利差可达1.5~2.7‰，考虑开票手续费0.5‰之后，对于企业而言仍有可观的套利空间。然而，从票据贴现的流程来看，开票企业甲（即存入全额保证金到某开票银行的企业）自身并不能拿着该票据去贴现，而只能由合同的另一方企业乙去贴现银行进行贴现，因此，要想赚取存款保证金1.65‰月存款利率与票据贴现利率1.4‰之间的差额，除非A与B是关联交易企业，利益共赢，共同套利，否则操作起来实属不易，因此利用票据融资进行套利并非是票据融资飙升的原因。企业更多的是从自身融资成本降低的角度来选择票据贴现业务的。

从我们了解到的信息来看，1、2月份大部分股份制银行较多的参与了票据业务，部分股份制银行的票据融资占比在新增贷款中的占比非常高，甚至达到80%以上，但浦发银行除外，票据融资占比仅为25%左右。国有银行因中长期贷款项目较多故资金运用压力相对较小，票据融资占比相对较小。尤其是建行和交行，长期贷款占比较大，票据融资有限。城商行中的北京银行由于主要都投向了基建、道路建设等大型长期项目，票据融资也较少。

我们判断，下一阶段的票据融资绝对额会随新增信贷额减少而走低，占比略有下降。依据是流动性充裕的大背景没有改变，从银行和企业双方来说，放弃票据融资转向中长期贷款（短期贷款与票据融资有一定的替代性）需在经济复苏的时期，目前来说实体经济大面积复苏的迹象还看不到，企业投资意愿依旧低迷，因此我们判断票据融资的绝对额不会在短期内顿减，而是会随信贷投放减少而走低，且随着短期贷款和中长期贷款的陆续跟进，票据融资的占比也将有所下降。历史上也曾出现银行间流动性充裕的时期，票据贴现占比大幅上升的情况，持续时间大概在3~6个月左右。

3.2 政府主导类贷款：2 季度高投放仍然可期

目前来说中小企业的中长期贷款意愿基本处于萎缩状态，因此我们可以认为近3个月以来的企业中长期贷款基本是由政府主导的、与4万亿经济刺激计划配套的相关贷款项目。近3个月以来“企业中长期贷款”绝对额从2490亿元增加到5229亿元，再回落到3678亿元，占比也从32.26%增加到34.37%。我们认为，09年1月中长期贷款新增较快主要因为中央政府在08年11月底就要求“出拳要快”，因此1月份的很多项目是前期已经有准备的储备项目，审贷自然流畅。2月份在票据融资占新增信贷45%的情况下，企业中长期贷款占比仍有2个

百分点的增长（从32.28%增加到34.37%），难能可贵。

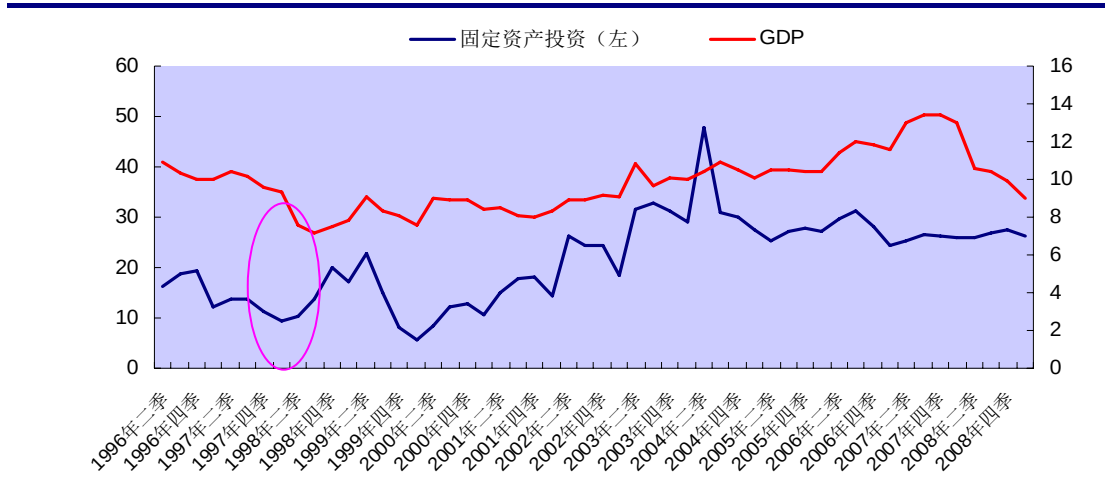
针对政府主导类贷款能否持续的问题，部分股份制银行及城商行已经完成了全年中长期信贷投放的一半以上，后续储备项目不多，可持续性较差。但这类银行在整个银行体系中的中长期贷款占比一直较低，因此对整个行业的影响有限。我们对国有银行比较乐观，中长期信贷项目的立项、调查、审批时间跨度本来就比较长，再加上后续的一些产业振兴规划方案的出台和地方政府刺激经济的举措，**09年2季度的中长期信贷高投放仍然可期，且占比还将继续提升。**

表 7：近 3 个月以来新增贷款情况

单位：万亿，%	08 年 12 月 新增	新增占比	09 年 1 月 新增	新增占比	09 年 2 月 新增	新增占比
贷款总额	7718.22	100	16200	100	10700	100
短期贷款	2250.6	29.16	4025	24.85	1885	17.62
个人短期贷款	172.52	2.24	621	3.83	303	2.83
企业短期贷款	2078.08	26.92	3404	21.01	1582	14.79
中长期贷款	2848.63	36.91	5822	35.94	3814	35.64
个人中长期贷款	358.7	4.65	593	3.66	136	1.27
企业中长期贷款	2490	32.26	5229	32.28	3678	34.37
票据融资	2147	27.82	6239	38.51	4870	45.51
其它	472	6.12	114	0.70	131	1.22

数据来源：浙商证券研究所

图 13：98 年金融危机时期固定资产投资先于 GDP 启动



数据来源：wind，浙商证券研究所

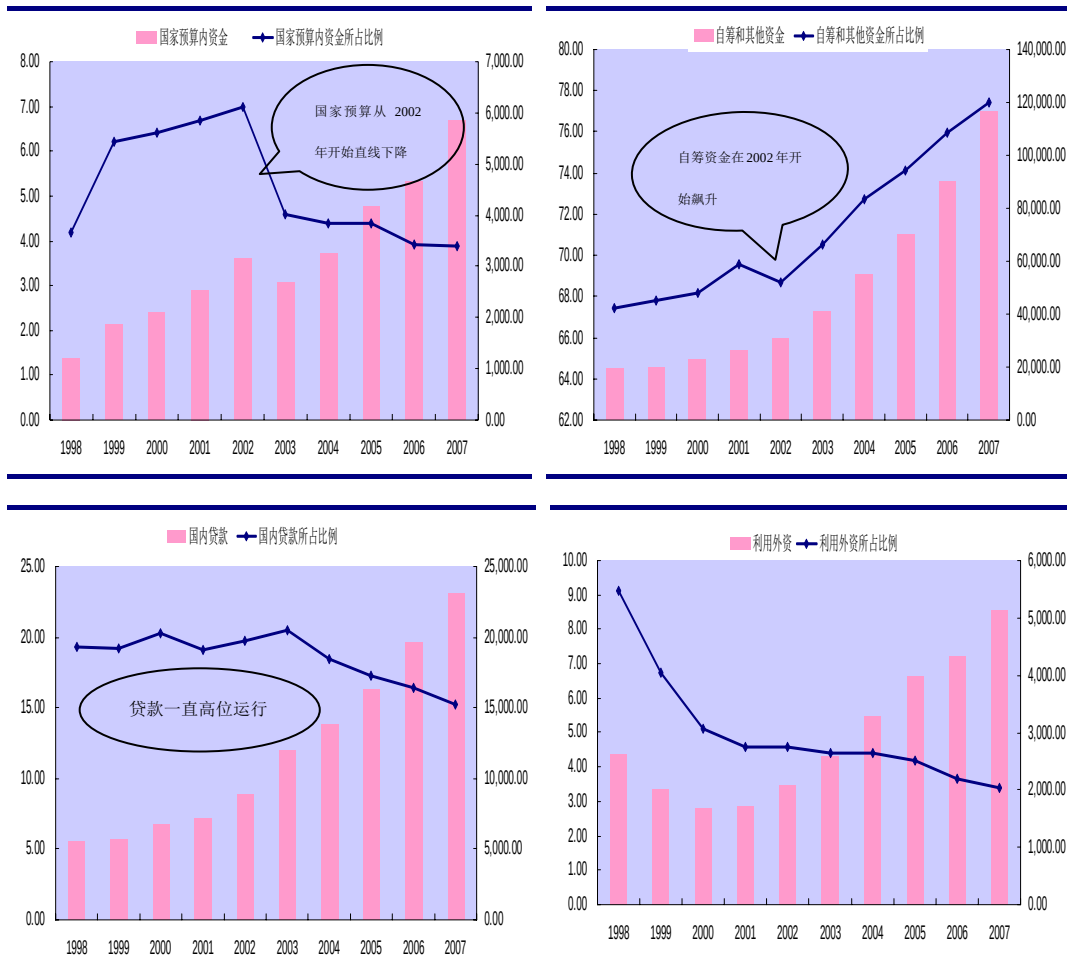
3.3 普通企业类贷款：随经济复苏上演“国退民进”

与票据融资和中长期贷款如火如荼的进展不同，普通企业（尤其是制造加工类及与出口相关的企业）当前的贷款需求萎靡不振，企业普遍对后期的经济形势信心不足，投资再生产的意愿比较弱。

自08年3季度以后就陆续出现提前还贷、企业要求贷款利率下浮、部分企业经营压力加大甚至资金链断裂等现象。随着优胜劣汰、去库存化等过程的持续进行，目前存活下来的中小企业的生存状况并没有比08年3季度更糟糕，但企业投资意愿和资金需求降低，短期内大

面积复苏的情况目前还看不到。

图 14：98 年开始的财政刺激政策下固定资产投资 4 类资金来源占比情况



数据来源：wind，浙商证券研究所

类比98年开始的财政政策刺激下的固定资产投资资金来源情况我们发现，从98年开始，国家预算资金在固定资产投资中的占比继续攀升，从98年4%上升到02年的7%，同期的自筹资金占比徘徊在67%到69%之间，贷款资金占比保持在20%以上，利用外资资金从9%回落到4%附近，由此看来当时国家预算资金主要用于填补外资流出的缺口。

2003年开始上演一场持续的“国退民进”，国家预算资金回归到4%附近，自筹资金却从68%一路飙升到76%，同期银行贷款从20%回落到15%。

我们认为，虽然中小企业新开工意愿较弱，但是随着城建、铁路、电力、通信、公路等大型项目的持续推进，相关的配套需求会给中小企业带来一定的生产项目，从而刺激中小企业投入生产。同时我们判断，随着新开工季节的到来，普通企业的贷款也将季节性地上升。

对银行来说，以往年份的信贷投放只能部分满足中小企业的信贷需求，大多数普通企业的银行信贷都“吃不饱”，银行择优的过程也是很多普通企业的信贷需求被拒之门外。当前企业的信贷需求虽然大幅下降，但银行面对的中小企业数量众多，仍可以仔细挑选其中风险与收益相匹配的贷款项目。

四、有“力”还要有利 贷款收益如何

4.1 贷款利率下浮

在票据、政府主导、普通企业三类贷款中，票据融资利率随利率市场水平而变化，政府主导贷款和普通企业贷款利率则存在企业与银行议价的情况。在政府主导类贷款中，由于项目时间长、风险低，银行的议价能力较弱，一般都只能下浮贷款利率，但下浮贷款利率也伴随着针对该企业的中间业务拓展等贷款派生收入，也可增加存款，因此综合收益较贷款收益要高。

在对普通企业贷款发放过程中，银行针对不同的项目资质和企业评级给予不同的贷款利率。在06~07年的加息通道中，不少银行将贷款政策从固定利率调整成浮动利率，以期更大限度的获取利息收入。在08年9月步入降息通道后，上述调整导致银行的贷款收入下降较存款成本下降更早地体现出来，因此大部分银行的净息差在08年1季度或08年上半年已经见顶，这对09年1季度的利息净收入带来较大的同比压力。

今年3月的全国人大记者会前夕，央行发布行长周小川的新闻稿称正在研究允许商业银行扩大贷款利率下浮空间，即现行的贷款利率下浮10%的比例将扩大，在当前的信贷形势下，面对优势项目银行处于议价弱势低位，如果贷款利率下浮空间扩大，银行的息差将进一步收窄，按照08年半年的数据来测算，上市银行普遍收窄15~25个BP不等。鉴于该措施对银行及企业影响重大，我们判断短期内出台的可能性并不大。

图 15: 08 年以来贷款利率上/下浮占比情况

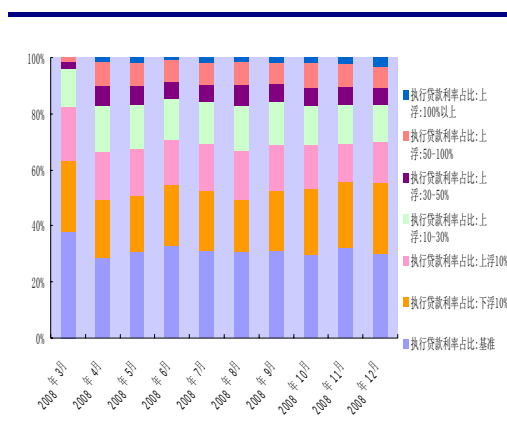
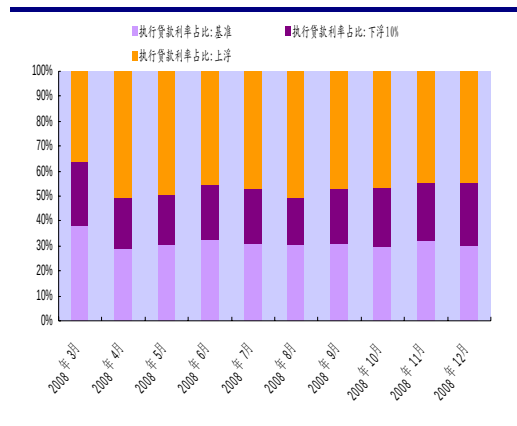


图 16: 上浮贷款的占比分解



数据来源: CEIC, 浙商证券研究所

表 8: 1 月新增贷款收益率测算

利率	5.14%	5.50%	1.80%	
	短期贷款占比	中长期贷款占比	贴现占比	平均贷款收益率
国有银行	10.24%	55.15%	34.61%	4.18%
股份制银行	15.38%	18.81%	65.81%	3.01%
城商行	23.69%	26.22%	50.09%	3.56%

数据来源: 上市公司, 浙商证券研究所

我们测算了上市银行 1 月新增贷款的收益情况，结果显示国有银行的贷款收益率最高，国有银行占据了中长期贷款的半壁江山，票据贴现业务涉足相对较少，仅 34.6%，因此贷

款收益率较高，较去年同期水平降幅大概在 2 个百分点附近。

股份制银行中的票据贴现业务较多，平均占比约 66%，中长期贷款仅占 18.81%，因此贷款收益率仅为 3% 左右，较去年同期平均下降 4 个百分点左右。

城商行的贷款贴现贷款占比略小于股份制银行，中长期贷款在地方政府的支持下略高于股份制银行，预计下降 3 个百分点左右。

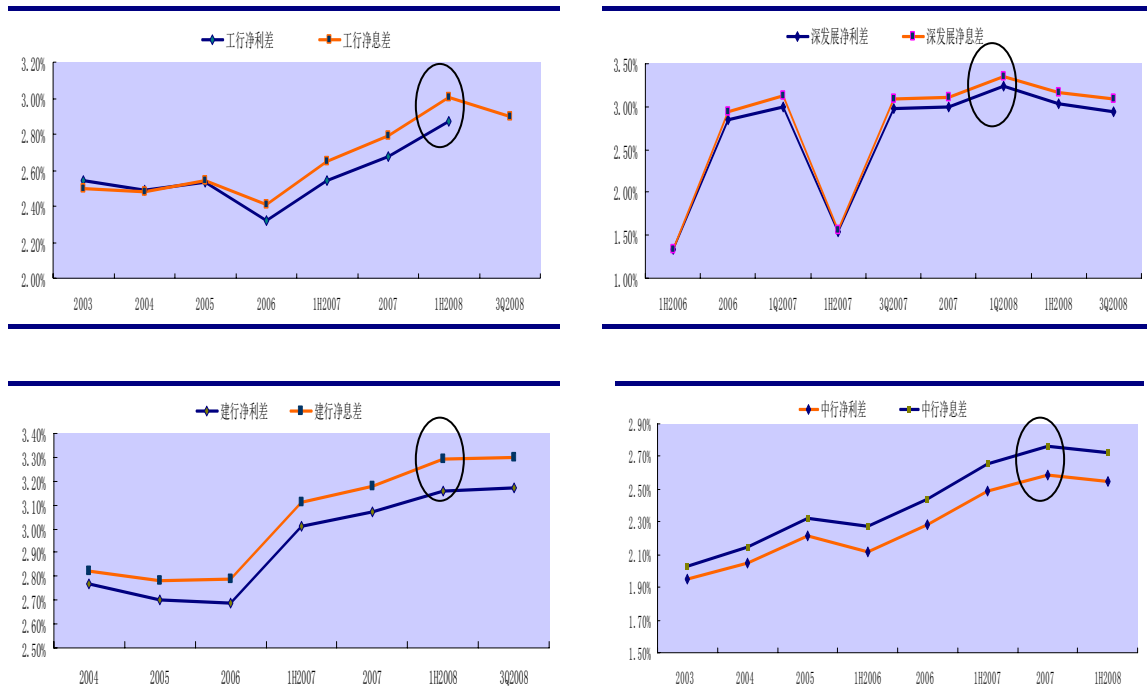
4.2 部分银行息差已于 08 年 1 季度见顶

我们认为，银行的净利息收入主要由存贷款息差、债券及票据利息收入等因素影响。除了规模，利率因素对净利息收入的影响更大。利率对净息差的影响主要体现在以下 4 方面：

(1) 08 年 5 次加息导致存贷款及各类债券投资的基准利率下降，导致银行息差整体性收窄；
 (2) 经济下行阶段银行议价能力趋弱，贷款下浮比例较大，导致贷款收益率大不如前；
 (3) 房贷打七折、高占比的票据融资拉低贷款收益率；
 (4) 从资产负债结构上来看，贷款由于久期最短，重定价最快到来，不排除部分银行在 08 年底已经遭遇大面积贷款重定价，而各银行的存款重定价滞后贷款重定价 2 个月到 6 个月时间，导致收入下降先于成本下降体现出来。因此，净息差在 09 年 1 季度或上半年见顶的情况将普遍的体现在各上市银行中，导致 09 年 1 季度净利息收入有较大的同比压力。

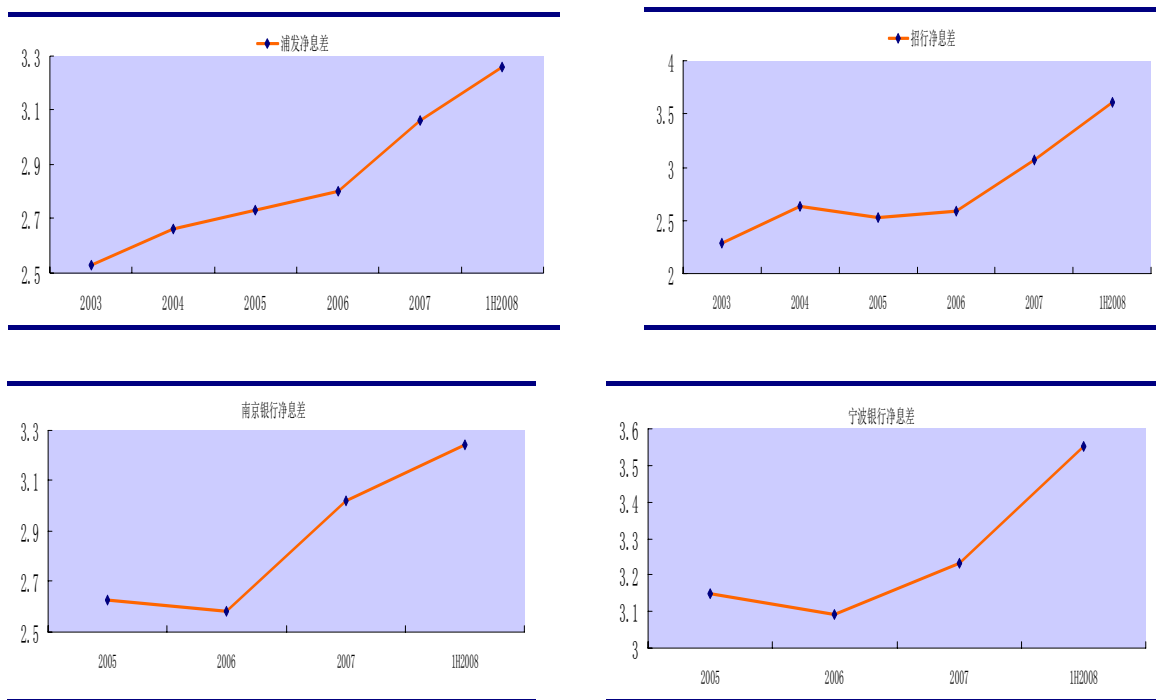
预计随着存款重定价的到来及票据融资在信贷占比中下降，下半年银行净息差将逐渐回升。

图 17：部分银行的净息差已经于 08 年 1 季度见顶



数据来源：浙商证券研究所

图 18: 部分银行的净息差在 08 年上半年达到历史高位



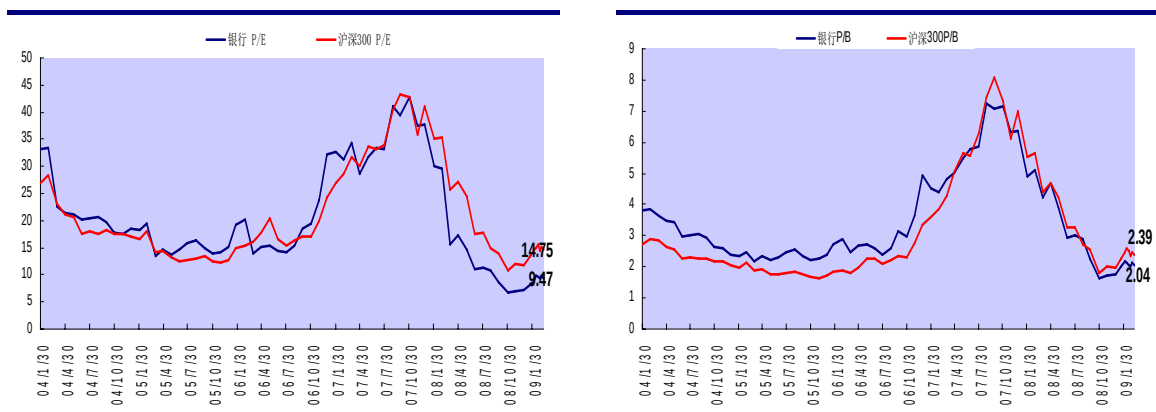
数据来源：浙商证券研究所

五、行业及公司投资评级

5.1 上调至“推荐”评级

我们认为，银行业 2009 年以量补价的信贷增长方式进展顺利，高额信贷投放和实体经济渐暖缓解资产质量压力，盈利水平最差的时期或已过去，且目前银行业估值水平与沪深 300 比较仍有优势，银行股价相对安全。我们上调银行业评级至“推荐”。

图 19: 银行股与沪深 300 走势对比



数据来源：天相，浙商证券研究所，截止 3 月 13 日

重点推荐公司

	市盈率（倍）			市净率（倍）			评级
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
南京银行	14.84	12.57	11.23	2.07	1.83	1.61	推荐
浦发银行	8.74	8.22	7.34	2.65	2.48	1.98	推荐
工商银行	11.36	10.70	9.89	2.09	1.85	1.64	推荐
北京银行	13.15	11.84	10.57	1.88	1.66	1.46	推荐
招商银行	10.02	11.96	10.37	2.47	2.18	1.96	推荐

5.2 推荐工行、南京、浦发、北京和招商

我们调整年度投资策略中的推荐个股组合，调入北京银行和招商银行，继续保留对南京银行、浦发银行和工商银行的推荐评级，理由如下：

推荐南京银行（601009）的理由：公司业务模式比较有特色，资金业务尤其是债券业务实力雄厚，可以在贷款收益下滑严重的时期弥补公司的利息收入，因此公司息差下降压力较小。且作为资本充足率和核心资本充足率最高的上市银行，公司可以积极实施异地拓展战略，不受资本充足率的羁绊，作为发展中的小型银行未来成长空间较大。

截止3月20日，公司09年市净率为1.83倍，低于行业平均水平2.10倍。公司估值在10.2~15.6元区间，维持“推荐”评级。

推荐浦发银行（600000）的理由：公司今年以来票据融资业务占比较少，仅为25%左右，或为上市股份制银行中该比例最低的银行，在地方政府背景下，中长期贷款有保证。上述2方面保证了公司净息差的收窄程度大大小于其它股份制银行。公司中间业务占比一直较少，非息收入增长压力有限。拨备计提厚实，资产质量有保证，未来平滑业绩的空间较大。受益于上海市国资整合计划，多元化发展可期。

截止3月20日，公司09年市盈率为8.22倍，低于行业平均水平9.92倍；09年市净率为2.48倍，高于行业平均水平2.10倍。公司估值在17.10~24.37元区间，维持“推荐”评级。

推荐工商银行（601398）的理由：公司利息收入驱动因素平衡，各项非息收入保持较好势头，且公司能在危机中保持规模、盈利水平、资产质量均衡增长，各项主要指标较07年均继续提升，显示出银行业龙头的雄厚实力，维持公司“推荐”评级。

截止3月20日，公司09年市盈率为10.80倍，低于行业平均水平9.92倍；09年市净率为1.88倍，低于行业平均水平2.10倍。公司估值在3.15~4.66元区间，维持“推荐”评级。

推荐北京银行（601169）的理由：北京银行中小企业客户数量占比80以上%，贷款额占比35%以上，贷款利率上浮空间大，息差在上市银行中处于领先水平，加上依托北京市政府，09年贷款项目在数量和质量上均有保证。公司积极进行异地扩张，深圳、杭州分行已经开业，长沙分行已经获批。

截止3月20日，公司09年市盈率为11.84倍，高于行业平均水平9.92倍；09年市净率为1.66倍，低于行业平均水平2.10倍。公司估值在9.50~15.64元区间，首次给予“推荐”评级。

推荐招商银行（600036）的理由：公司盈利能力及成长性优秀，贷款质量及各项业务发展势头良好，收购永隆银行对公司净利润和资本公积的影响将逐渐减弱，首次给予“推荐”评级。

截止3月20日，公司09年市盈率为11.96倍，高于行业平均水平9.92倍；09年市净率为2.18倍，与行业平均水平2.10倍持平。公司估值在12.40~18.64元区间，给予“推荐”评级。

表 9: 南京银行利润表预测摘要

单位: 百万	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1508	1925	3080	3542	4073
利息净收入	1352	1956	2618	3011	3462
非利息收入	156	-31	462	531	611
营业支出	731	888	1200	1436	1715
营业税金及附加	94	118	185	213	244
管理费用	530	582	739	886	1018
资产减值损失	106	188	276	338	452
营业利润	777	1037	1880	2106	2358
利润总额	771	1063	1885	2129	2428
净利润	595	909	1545	1746	1991
净利润增速	62%	53%	70%	13%	14%
每股收益	0.32	0.49	0.84	0.95	1.08

数据来源: 浙商证券研究所

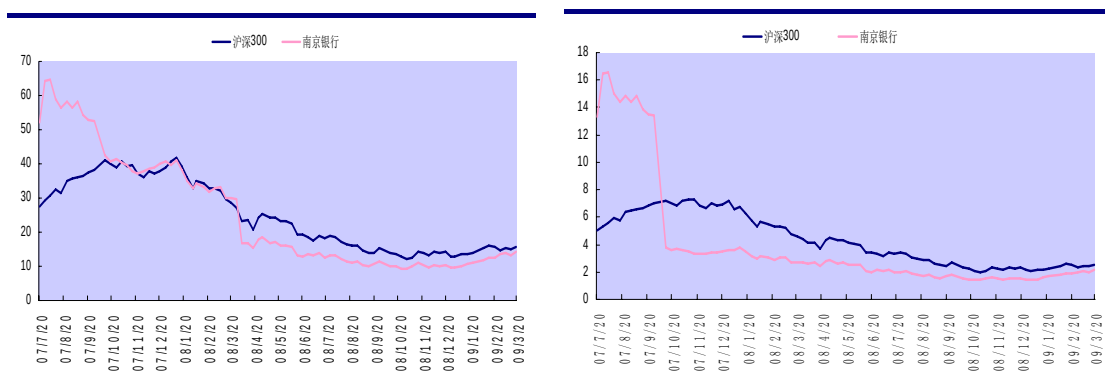
表 10: 南京银行主要指标预测

单位: 百万	2006	2007	2008E	2009E	2010E
资产规模					
贷款余额	24830	29834	37293	48480	63024
贷款增速		20%	25%	30%	30%
生息资产余额	56808	73782	88694	113767	145622
存款余额	43858	50932	63665	82765	107594
总资产	57967	76064	97362	124623	155779
资产质量					
拨备覆盖率	107%	147%	180%	160%	130%
不良贷款率	2.47%	1.79%	1.56%	1.61%	2.11 %
盈利水平					
息差	2.60%	2.95%	3.02%	2.90%	2.90%
成本收入比	35%	30%	24%	25%	25%
每股收益	0.32	0.49	0.84	0.99	1.11
每股净资产	1.43	5.40	6.02	6.80	7.75
市盈率	38.53	25.22	14.84	12.57	11.23
市净率	8.74	2.31	2.07	1.83	1.61

数据来源: 浙商证券研究所

数据说明: PE和PB为3月20日收盘价计算

图 20: 上市以来南京银行的 PE 和 PB 走势



数据来源: 天相, 浙商证券研究所

表 11: 浦发银行利润表预测摘要

单位: 百万	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	18930	25876	34412	39230	45114
利息净收入	17783	24180	32132	36680	42182
非利息收入	1147	1696	2280	2550	2932
营业支出	12949	15114	19164	22152	25987
营业税金及附加	1360	1854	2581	2942	3384
管理费用	7474	9539	13077	14907	17143
资产减值损失	3951	3474	3507	4302	5460
营业利润	5981	10762	15248	17078	19127
利润总额	6037	10758	15220	17090	19077
净利润	3356	5499	12512	13330	14880
净利润增速	35%	64%	128%	7%	12%
每股收益	0.59	0.97	2.21	2.35	2.63

数据来源: 浙商证券研究所

表 12: 浦发银行主要指标预测

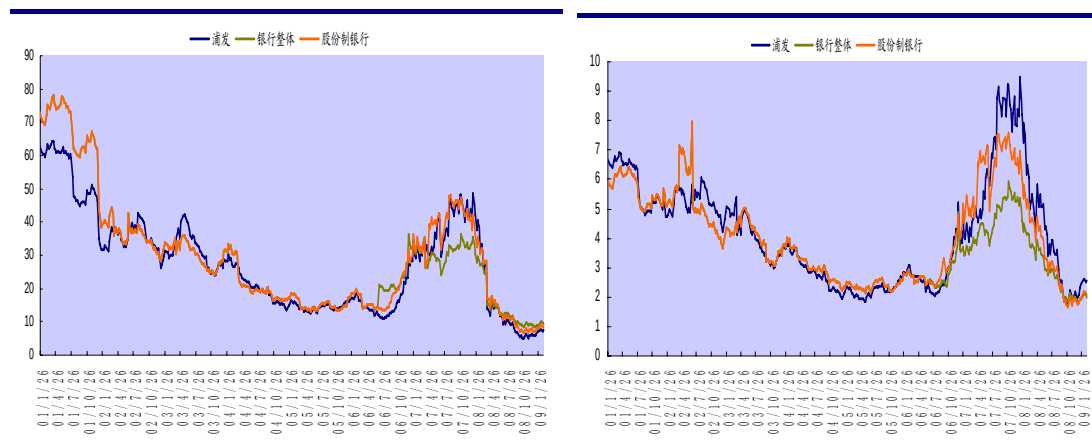
单位: 百万	2006	2007	2008E	2009E	2010E
资产规模					
贷款余额	448111	535658	632076	758492	895020
贷款增速	22.4%	19.5%	18%	20%	18%
生息资产余额	685339	906668	1251202	1501442	1771702
存款余额	596488	763473	900898	1063060	1254411
总资产	689358	914980	1280972	1537166	1813856
资产质量					
拨备覆盖率	151%	191%	230%	190%	180%
不良贷款率	1.83%	1.46%	1.20%	1.30%	1.50%
盈利水平					
息差	2.80%	3.06%	3.15%	2.80%	2.90%
成本收入比	41%	38%	34%	35%	36%
每股收益	0.77(07 年)	1.26(07 年)	2.21	2.35	2.63

	总股本增 加后调整 为 0.59)	总股本增 加后调整 为 0.97)			
	5.68(07 年 总股本增 加后调整 为 4.37)	6.5(07 年总 股本增加 后调整为 5.00)			
每股净资产			7.29	7.79	9.74
市盈率	25.08	15.33	8.74	8.22	7.34
市净率	3.40	2.97	2.65	2.48	1.98

数据来源：浙商证券研究所

数据说明：PE和PB为3月20日收盘价计算

图 21：2001 年以来浦发银行的 PE 和 PB 走势



数据来源：天相，浙商证券研究所

数据说明：因06年以前工中建交四大国有银行未上市，故银行整体和股份制银行数值重合

表 13：北京银行利润表预测摘要

单位：百万	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5,699	7,641	11614	12660	13926
利息净收入	5,491	7,200	10685	11520	12812
非利息收入	208	441	929	1139	1114
营业支出	2630	2977	4600	4962	5323
营业税金及附加	336	474	697	760	836
管理费用	1,591	1,924	2787	3165	3203
资产减值损失	703	579	1116	1037	1285
营业利润	3069	4664	7014	7698	8602
利润总额	3082	4629	7049	7733	8638
净利润	2140	3348	5357	5946	6660
净利润增速	26.93%	56.46%	60.00%	11.00%	12.00%
每股收益	0.34	0.54	0.86	0.95	1.07

数据来源：浙商证券研究所

表 14: 北京银行主要指标预测

单位: 百万	2006	2007	2008E	2009E	2010E
资产规模					
贷款余额	129577	157208	188507	244507	317859
贷款增速	16.00%	21.32%	19.91%	29.71%	30.00%
生息资产余额	264780	343595	400427	520555	635333
存款余额	233090	259687	309028	407511	512676
总资产	272969	354222	417982	535017	668771
资产质量					
拨备覆盖率	87.27%	119.88%	180.36%	160.67%	134.35%
不良贷款率	3.58%	2.06%	1.59%	1.61%	1.63%
盈利水平					
息差	2.34%	2.48%	3.04%	2.65%	2.90%
成本收入比	27.35%	25.03%	24.31%	25.09%	24.79%
每股收益	0.34	0.54	0.86	0.95	1.07
每股净资产	1.43	5.40	6.02	6.80	7.75
市盈率	32.91	21.03	13.15	11.84	10.57
市净率	7.93	2.09	1.88	1.66	1.46

数据来源: 浙商证券研究所

数据说明: PE和PB为3月20日收盘价计算

表 15: 工商银行利润表预测摘要

单位: 百万	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	181,133	254,157	309758	315953	347548
利息净收入	163,118	224,465	263037	262241	288465
非利息收入	18015	29692	46721	53712	59083
营业支出	108236	139550	165857	162171	181925
营业税金及附加	11,419	14,511	18765	18957	20853
管理费用	64,628	87,633	91,564	101,168	108,922
资产减值损失	32,189	37,406	55528	42046	52150
营业利润	72897	114607	143901	153782	165624
利润总额	71521	115114	145293	155182	167074
净利润	48719	81990	111178	117938	127644
净利润增速	30.25%	68.29%	35.60%	6.08%	8.23%
每股收益	0.15	0.25	0.33	0.35	0.38

数据来源: 浙商证券研究所

表 16: 工商银行主要指标预测

单位: 百万	2006	2007	2008E	2009E	2010E
资产规模					
贷款余额	3631171	4073229	4571994	5131994	5788889
贷款增速		12.17%	12.24%	12.25%	12.80%
生息资产余额	7359299	8423759	9477609	10533056	11844111

存款余额	6326390	6898413	8223446	8956360	10525253
总资产	7509489	8684288	9757654	10870027	12185300
资产质量					
拨备覆盖率	70.56%	103.50%	130.15%	129.50%	118.17%
不良贷款率	3.79%	2.74%	2.29%	2.21%	2.34%
盈利水平					
息差	2.41%	2.80%	2.95%	2.55%	2.78%
成本收入比	35.68%	34.48%	29.54%	32.02%	31.34%
每股收益	0.15	0.25	0.33	0.35	0.38
每股净资产	1.40	1.61	1.81	2.05	2.31
市盈率	25.91	15.40	11.36	10.70	9.89
市净率	2.70	2.35	2.09	1.85	1.64

数据来源：浙商证券研究所

数据说明：PE和PB为3月20日收盘价计算

六、风险提示

1、贷款利率下浮空间扩大的可能性仍然存在，这将导致银行业息差在持续降息及房贷优惠利率后再度收窄 15~25 个 BP，对银行的盈利水平造成进一步的负面影响。

2、中间业务开展不力。进出口类企业的国际结算业务持续萎缩、基金销售清淡、贷款派生收入减少等都是中间业务收入增长的不利因素。

3、贷款增长虎头蛇尾。与国家经济刺激计划配套的各类贷款项目在下半年增长乏力，且不排除下半年央行转变信贷政策的可能，届时信贷以量补价的增长方式将无法继续，或将转变为以价补量的模式，但如果贷款需求没有得到有效激发，存贷款差收入将受到较大影响。

4、限售股解禁的压力。

表 17：09 年上市银行限售股解禁情况（单位：百万）

银行	解禁时间	解禁股份总数	占总股本比例
工行	2009-10-27	236,012	70.66%
中行	2009-07-05	171,325	67.49%
招行	2009-03-02	4,799	32.63%
浦发	2009-05-12	649	11.46%
华夏	2009-06-06	1,557	31.20%
深发展	2009-06-20	136	4.38%
民生	2009-06-23	928	4.93%

资料来源：浙商证券研究所

研究员介绍：黄薇，金融学硕士，2008 年初进入浙商证券研究所，目前为金融行业研究员。

投资评级的说明：

股票投资评级

- 强烈推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。