

李珊珊
 010-88087417
 liss@cmschina.com.cn

2009年4月8日

经济环比好转提升银行估值中枢

银行业2009年2季度投资策略

金融

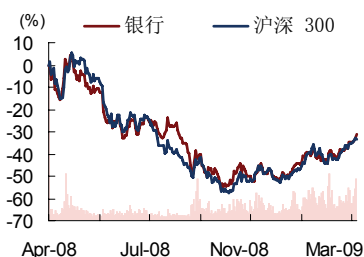
上证指数 2377

行业规模

		占比%
股票家数(只)	14	1.0
总市值(亿元)	35231	22.3
流通市值(亿元)	8121	13.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	23.3	16.0	-29.4
相对表现	3.3	1.4	0.2



相关报告

 1、《银行业2009年度策略报告》
 2008/12/15

银行

推荐(维持)

宏观经济环比好转的可能性加大,经济复苏阶段银行表现会好于大势,估值具有相对优势。1季度业绩可能略好于预期。银行估值中枢可能继续上移至接近2.5倍的PB。

- **银行股2季度可能由流动性驱动将转向基本面驱动。**即使假设全年新增7万亿贷款,2季度新增信贷仍与1季度相差甚远,2季度一般性贷款可能大幅替代票据融资。宏观经济2季度环比好转的可能性较大。银行股2季度可能由流动性驱动转为宏观经济基本面驱动。
- **信贷结构:国进民退,对风险行业持续谨慎。**08年商业银行新增贷款前三位行业的投放集中度进一步提高,基础设施贷款占到了全部新增贷款的30%。房地产和采矿业新增贷款占比明显下降。09年1-2月份2.6万亿贷款有一半投向了交通运输、水利和电力行业,国有和中型企业的贷款占比继续上升。
- **信贷风险指标放松,但整体风险尚可控。**巨量贷款下部分银行对风险指标的要求不可避免有所放松,如贷款集中度提高等。1-2月份,工业企业利息覆盖倍数大幅下滑。但贷款行业结构仍有优化空间,贷款投放量大,经济环比好转可能性加大,资产质量风险尚可控。企业偿债能力和不良率对于判断银行业的趋势是相对滞后的指标,而且不良率更加滞后。
- **08年美国银行业危机深化,传统信用风险集中释放。**美国银行业08年资产质量加速恶化。银行业最大损失源由投资损失转为信贷成本。08年行业盈利下降89.8%,是1989年以来的最低年度盈利。09年信贷成本压力仍较大。
- **经济环比好转提升银行估值中枢,维持行业推荐评级。**经济环比好转的可能性加大,在经济复苏阶段,银行股表现会好于大势。1季度银行业绩或略好于预期,银行估值中枢可能继续上移至接近2.5倍PB的水平。目前银行股在市场上仍是估值洼地,与历史纵向比较,估值也不算高,维持行业推荐评级。3月份民生信贷增长加快,宏观经济的环比好转将打消市场前期对该行资产质量的担忧,估值偏低,维持强烈推荐评级。目前工行估值与其他大银行基本持平,没有体现出安全性溢价,维持审慎推荐评级。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
民生银行	5.7	0.44	0.49	0.51	11.6	11.1	1.7	强烈推荐-A
工商银行	4.1	0.24	0.33	0.35	12.4	11.8	2.0	审慎推荐-A
北京银行	12.5	0.54	0.90	0.96	13.8	13.0	2.2	审慎推荐-A
招商银行	16.6	1.04	1.38	1.43	12.0	11.6	2.5	强烈推荐-A
交通银行	6.9	0.42	0.58	0.61	11.9	11.2	2.0	审慎推荐-A
建设银行	4.5	0.30	0.40	0.41	11.4	11.0	2.0	审慎推荐-A
华夏银行	10.9	0.50	0.62	0.73	17.6	15.1	1.9	审慎推荐-B
浦发银行	21.9	1.26	2.21	1.89	9.9	11.6	2.3	审慎推荐-A
兴业银行	23.7	1.72	2.27	2.35	10.4	10.1	2.0	审慎推荐-A
深发展	16.7	1.16	0.20	1.45	84.2	11.5	2.6	审慎推荐-A
南京银行	12.9	0.50	0.86	0.92	14.9	13.8	1.9	审慎推荐-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、中国银行业：2 季度流动性驱动将转向基本面驱动	5
1、2 季度可能出现一般性贷款大幅替代票据融资	5
2、宏观经济环比逐渐好转的可能性较大	5
二、信贷结构：国进民退，对风险行业持续谨慎	6
1、08 年信贷结构：基建占三分，高风险行业继续谨慎	6
2、2009 年：国进民退继续进行	7
三、警惕信贷风险指标放松，但整体风险尚可控	8
1、部分银行对风险指标的要求有所放松	8
2、工业企业利息覆盖倍数大幅下滑	8
3、09 年资产质量风险不大，整体风险尚可控	9
四、利差是盈利主要制约，预计 2 季度接近见底	12
五、美国银行业：危机深化，传统信用风险集中释放	13
1、美国银行业 08 年资产质量加速恶化	13
2、美国银行业最大损失源由投资损失转为信贷成本	15
3、不良率高与低的拐点与美国房价跌幅较为一致	16
六、金融危机对银行资产质量的冲击已延伸至东亚地区	18
七、经济环比好转提升银行估值中枢，维持行业推荐评级	19
1、维持民生银行强烈推荐评级	20
2、维持工商银行审慎推荐评级	20
3、上调深发展盈利预期	21

图表目录

图 14: 2007-2008 年上市银行房地产建筑业贷款占比.....	7
图 15: 1999.2-2009.2 工业企业利息覆盖倍数.....	8
图 16: 1999.2-2009.2 采矿业利息覆盖倍数.....	8
图 27: 1999.2-2009.2 制造业利息覆盖倍数.....	9
图 18: 1999.2-2009.2 电力热力行业利息覆盖倍数.....	9
图 19: 2004.12-2009.2 中国商业银行不良贷款率	9
图 20: 2002-2008 年我国商业银行拨备覆盖率.....	10
图 31: 2007-2008 年我国商业银行拨备充足率.....	10
图 22: 2006-2008 年上市银行拨备余额中组合计提比例.....	11
图 23: 2009 年 1-3 月转贴现每日加权平均利率.....	12
图 44: 2008.2-2009.2 票据市场加权平均利率.....	12
图 5: 2002-2008 年美国银团贷款不良率和关注类占比.....	13
图 6: 1985-2008 年美国银行业逾期 30 天以上贷款占比.....	13
图 3: 花旗银行北美信用卡净损失率和准备金率	13
图 4: 花旗银行国际信用卡净损失率和准备金率	14
图 5: 1Q03-4Q08 花旗银行一手房贷逾期和净损失率.....	14
图 6: 1Q03-4Q08 花旗银行二手房贷逾期和净损失率.....	14
图 7: 2005-2008 年美国银行信贷成本.....	16
图 8: 2007-2008 年花旗银行信贷成本.....	16
图 9: 美国新房销售中间价相对 07 年高点累计下跌 23%.....	17
图 70: 1Q01-3Q08 韩国银行业不良贷款率	18
图 11: 1Q02-3Q08 日本银行业不良贷款率	18
图 82: 1Q01-3Q08 台湾银行业不良率仍呈下降之势	18
图 13: 1Q97-3Q08 香港银行业不良贷款率	18
图 25: 2003.9-2009.3 上市银行动态 PE 走势	19
图 26: 2003.9-2009.3 上市银行动态 PB 走势	19
图 27: 目前主要行业动态 PE 对比.....	20
图 28: 2005.1-2009.4 美国标普银行指数相对大势走势	22
图 29: 2005.1-2009.4 英国富时 350 银行指数相对大势走势	22
图 30: 2005.1-2009.4 日本 TOPIX 银行指数相对大势走势	22

表 1: 2007-2009E 信贷结构的季度分布.....	5
表 2: 各行业贷款新增及同比增长情况	6
表 3: 主要金融机构中长期贷款新增前十位行业的份额及增速	7
表 4: 2005-2008 年主要上市银行不良贷款率和逾期贷款占比	10
表 5: 2007-2009 年主要上市银行利差及预测.....	12
表 6: 花旗银行简要利润表.....	15
表 7: 美洲银行简要利润表.....	15
表 8: 花旗银行 08 年末个人住房抵押贷款结构和逾期占比	16
表 9: 中国银行股投资钟.....	20
表 10: 上市银行 09 年各季度盈利预测	21
表 11: 估值对比表.....	21

一、中国银行业：2 季度流动性驱动将转向基本面驱动

1、2 季度可能出现一般性贷款大幅替代票据融资

自去年 11 月以来的流动性驱动可能于 2 季度开始转向宏观经济基本面驱动。预计 1 季度信贷投放将达到 4.6 万亿（3 月份可能达到 1.9 万亿元）。全年信贷投放可能超过 6 万亿，甚至更高。

1 季度 4.6 万亿的信贷投放量中有 1.7 万亿都是票据融资，如此高的投放比例很难持续。如果保守假设全年 6 万亿的投放量，假设上半年贷款总投放量达到全年的 80%，那么 2 季度信贷投放总量仅有 2100 亿元；即使假设全年 7 万亿的信贷投放量，其他假设不变，那么 2 季度的信贷投放总量也仅有 1 万亿元。流动性与 1 季度仍不可同日而语。这也意味着 2 季度可能出现一般性贷款大幅替代票据融资的情况。

2、宏观经济环比逐渐好转的可能性较大

1-2 月份 3.8% 的累计增速掩盖了 2 月份生产的回升。工业生产环比增速总体将持续回升，当前或许就是同比增速的低点。而 PPI 环比跌幅实际上也在连续放缓，这也说明企业盈利环比将逐渐好转。同比增速回升滞后于生产，但领先于物价，4 月份左右或许是同比增速最低点。宏观经济于 2 季度开始环比好转的可能性较大。

银行股 2 季度可能由流动性驱动转为宏观经济和基本面驱动。

表 1：2007-2009E 信贷结构的季度分布

	2009E	2009E	2009E	2008 年	2007 年
全年新增信贷总量	70000	65000	60000	49036	36300
上半年新增信贷总量	56000	52000	48000	24452	25441
1 季度新增信贷总量	45900	45900	45900	13326	14221
2 季度新增信贷总量	10100	6100	2100	11126	11220
下半年新增信贷总量	14000	13000	12000	24584	10859
全年新增票据	10500	9750	9000	6461	-4414
上半年新增票据	11309	11309	11309	50	237
1 季度新增票据	16809	16809	16809	-795	819
2 季度新增票据	-5500	-5500	-5500	845	-582
下半年新增票据	-809	-1559	-2309	6411	-4651
全年新增一般性贷款	59500	55250	51000	42575	40714
上半年新增一般性贷款	44691	40691	36691	24402	25204
1 季度新增一般性贷款	29091	29091	29091	14121	13402
2 季度新增一般性贷款量	15600	11600	7600	10281	11802
下半年新增一般性贷款	14809	14559	14309	18173	15510
上半年新增信贷占全年比重	80.0%	80.0%	80.0%	49.9%	70.1%
全年新增票据占新增信贷比重	15.0%	15.0%	15.0%	13.2%	-12.2%

资料来源：中国人民银行 招商证券研发中心

注：阴影部分数字为基础假设

二、信贷结构：国进民退，对风险行业持续谨慎

1、08 年信贷结构：基建占三分，高风险行业继续谨慎

从 08 年商业银行新增贷款行业结构看，前三位行业的贷款投放集中度进一步提高，特别是基础设施贷款，占到了全部新增贷款的 30%，这主要是 11 月份以后基础设施贷款冲高。

房地产和采矿业的新增贷款占全部新增贷款的比重则有明显下降的趋势，两行业 2008 年的新增贷款占比分别为 4.2% 和 1.2%，分别比 2007 年下降了 4.8 个和 0.7 个百分点。两高一资行业中长期贷款新增占比保持稳定，贷款余额增速出现回落，部分与基建相关的水泥、电解铝和交通运输设备制造业等行业中长期贷款增长出现反弹。

表 2：各行业贷款新增及同比增长情况

行业名称	2008 新增	2008 年 11-12 月新增	新增贷款占比			余额同比增速	
			2006	2007	2008	2007	2008
贷款总计	49854	11545	100	100	100	16.2	18.2
制造业	10152	2608	21.5	20.7	20.8	17.3	17
基础设施	14863	3605	28	28	30	19.6	22.8
其中：交通运输、仓储和邮政业	5185	1073	12.3	11	10.6	19.3	19.4
电力、燃气及水的生产和供应业	5160	1407	8	8.9	10.6	17	21.6
水利、环境和公共设施管理业	4518	1125	8.2	7.8	9.2	24.7	30.8
批发和零售业	4122	1508	9.3	6.8	8.4	6	15.5
前三位行业合计	29138	7720	59.2	55.2	59.7	NA	NA
农林牧渔业	2260	-201	3.6	3.6	4.6	10.3	13.7
租赁和商务服务业	2054	364	3.9	3.4	4.2	17.5	24
房地产业	2029	68	3.4	9	4.2	21.1	10.3
建筑业	1403	295	3.7	2.5	2.9	13.6	18.7
居民服务和其他服务业	723	509	-3.3	-2.3	1.5	-20.7	17.5
公共管理和社会组织	616	287	0.8	-0.5	1.3	-9	26.2
采矿业	583	332	4.2	1.9	1.2	12	7.9
住宿和餐饮业	288	95	0.7	0.4	0.6	9.2	15.8
教育	115	12	1.5	0.4	0.2	4	3.2
卫生、社会保障和社会福利业	107	35	0.3	0.3	0.2	11.5	10
科学研究、技术服务和地质勘查业	96	45	0	-0.2	0.2	-13.3	20.9
文体娱乐	8	-9	0	0.1	0	4.5	0.6
信息传输、计算机服务和软件	-250	191	-1.4	-0.6	-0.5	-6.3	-8.6

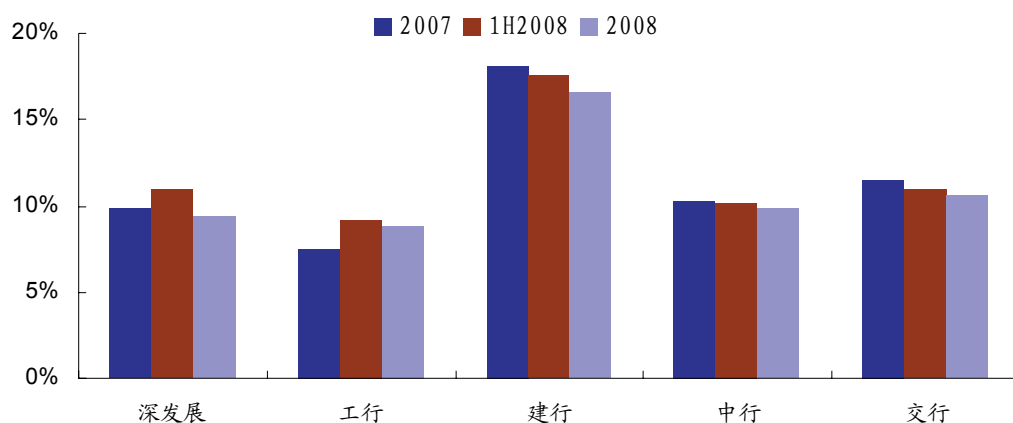
资料来源：中国人民银行 招商证券研发中心

表 3: 主要金融机构中长期贷款新增前十位行业的份额及增速

行业名称	2008 年新增	2008 年 11-12 月新增	新增贷款占比			余额同比增速		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
中长期贷款合计 (本外币)	24603	4526	100	100	100	21.9	21.3	19
交通运输、仓储和邮政	3913	855	14.8	14	15.9	21.4	19	20.6
电力、燃气与水的生产和供应	3619	879	10.8	9	14.7	17.2	14.5	22.2
水利、环境和公共设施管理	3447	743	9.6	10.9	14	25.8	24.8	30.1
制造业	2453	244	9.1	7.8	10	19.4	17.7	19.8
房地产	2391	213	18.3	13.7	9.7	41.9	27	15.9
新增前 5 位行业	15822	2935	62.6	55.4	64.3	NA	NA	NA
租赁和商务服务	1211	221	5.4	3.2	4.9	66.6	26.1	34.1
建筑业	613	211	0.9	1.4	2.5	4.5	7.5	14.3
公共管理和社会组织	238	79	0.5	0.7	1	11.5	17	20.1
农林牧渔	165	3	-0.9	1.5	0.7	-17.3	41.4	13.2
批发和零售	141	-102	1.9	1.8	0.6	37.9	36.3	8.4
第一产业	165	3	-0.9	1.5	0.7	-17.6	41.4	13.2
第二产业	6748	1615	25.2	18.5	27.4	18.5	22.3	18.5
第三产业	11223	2157	55.3	47.2	45.6	29.0	30.0	19.0
基础设施	10978	2477	35.2	33.9	44.6	20.9	25.1	23.4

资料来源: 中国人民银行 招商证券研发中心

从已公布年报的几家上市银行看, 08 年底房地产贷款占比相对中期也都有所下降。

图 14: 2007-2008 年上市银行房地产建筑业贷款占比


数据来源: 公司报表 招商证券研发中心

2、2009 年: 国进民退继续进行

从 09 年 1 季度情况看, 大银行对基础设施贷款的投放已经达到了一般性贷款的一半左右。1-2 月份 2.6 万亿贷款中, 有 50% 的贷款投向了交通运输、水利和电力行业。09 年对国有企业和大中型企业的贷款占比继续上升, 中小企业贷款占比下降。

三、警惕信贷风险指标放松，但整体风险尚可控

1、部分银行对风险指标的要求有所放松

信贷投放的速度太快不可避免地会导致银行对客户选择上门槛的降低，体现在一些风险指标上，风险有所提高。

包括近期贷款集中度风险有所提高。目前 19 家主要银行 5000 万以上客户贷款集中度占比是 60% 左右；有的银行对单一客户贷款比例超过监管要求。

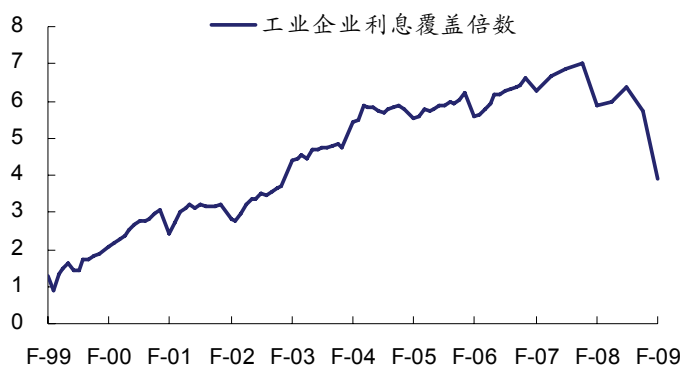
打捆贷款有所抬头。打捆贷款是以国有独资或控股的城市建设投资公司作为承贷主体，以财政出具的还款承诺作为偿债保证，将一城市或区域的若干基建项目组合成一个整体项目向金融机构贷款。打捆贷款的法律风险很大。2006 年 5 月，五部委联合发文，紧急规范各类“打捆贷款”。但近期打捆贷款又有所抬头。

此外还有企业多头授信风险。目前没有做银团贷款的个别企业，实际上是有些银行在单独给予授信。银行对客户的多头授信，实际上银行处于一种被动的地位。

2、工业企业利息覆盖倍数大幅下滑

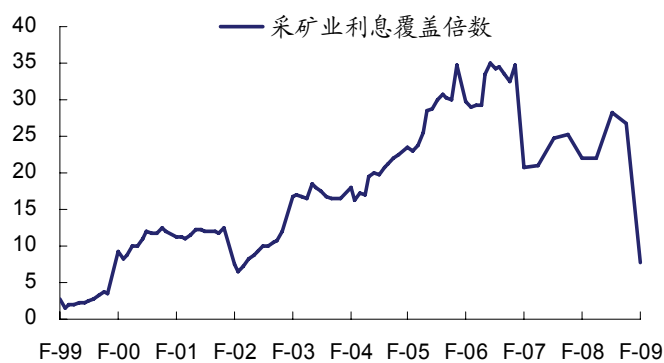
由于企业盈利增速大幅下降，09 年 1-2 月份，除了电力热力行业，主要工业企业利息覆盖倍数大幅下滑。

图 15: 1999.2-2009.2 工业企业利息覆盖倍数



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

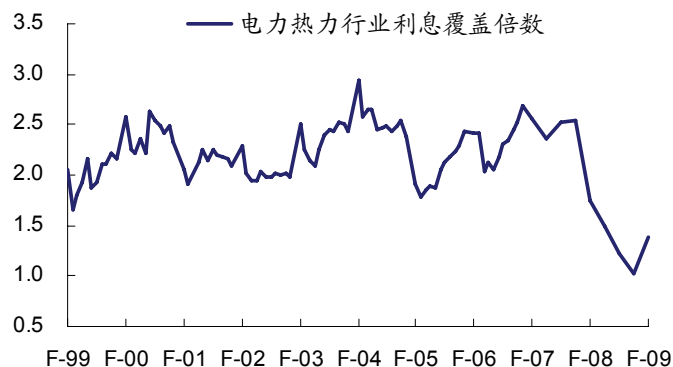
图 16: 1999.2-2009.2 采矿业利息覆盖倍数



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图27: 1999.2-2009.2制造业利息覆盖倍数


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图18: 1999.2-2009.2电力热力行业利息覆盖倍数


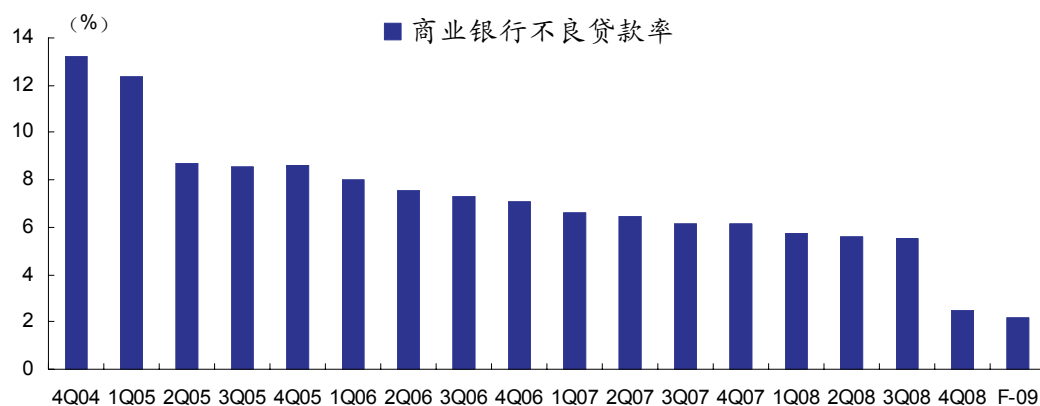
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

3、09 年资产质量风险不大，整体风险尚可控

从已公布年报的上市银行看，资产质量整体稳定，虽然五级分类贷款因各行确定标准差异存在一定不可比性，但从逾期贷款来看，占比也稳中趋降。只要信贷宽松的基调不发生变化，或是经济环比逐步回暖，资产质量将继续保持整体稳定趋势。而如果信贷政策有所收紧，那就意味着经济的好转；只要经济好转，资产质量的潜在风险就不会很大。

09 年 1-2 月银行业资产质量仍较为稳定。根据银监会最新统计显示，截至今今年 2 月末，我国银行业金融机构不良贷款余额和比例继续保持双降。不良贷款余额 15334 亿元，比年初减少 175 亿元；不良贷款率为 4.5%，比年初下降 0.42 个百分点。其中：商业银行不良贷款余额 5535 亿元，比年初下降 68 亿元，不良贷款率为 2.2%，比年初下降 0.24 个百分点。

企业偿债能力和银行不良率对于判断银行业的趋势是相对滞后的指标，而且银行不良率相对企业偿债能力更加滞后。从目前情况看，信用风险尚处于可控范围，而且经济增速 1 季度见底，逐步回暖的可能性也在加大。

图19: 2004.12-2009.2 中国商业银行不良贷款率


数据来源: 银监会 招商证券研发中心

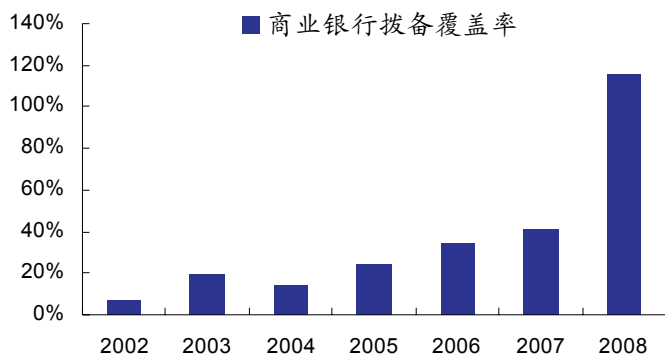
表 4: 2005-2008 年主要上市银行不良贷款率和逾期贷款占比

	不良贷款率					逾期贷款占比				
	2008	1H08	2007	2006	2005	2008	1H08	2007	2006	2005
招行		1.25%	1.54%	2.12%	2.58%		1.15%	1.35%	1.81%	2.20%
民生		1.21%	1.22%	1.23%	1.28%		1.22%	1.03%	1.41%	1.37%
浦发		1.22%	1.46%	1.83%	1.97%		1.33%	1.39%	1.82%	2.12%
兴业		1.04%	1.15%	1.53%	2.33%		1.32%	1.07%	1.45%	1.96%
深发展	0.68%	4.64%	5.62%	7.98%	9.33%	0.94%	6.07%	6.52%	8.06%	10.56%
华夏		2.06%	2.25%	2.73%	3.04%		2.00%	2.26%	2.84%	2.99%
工行	2.29%	2.41%	2.74%	3.79%	4.69%	3.30%	3.70%	3.70%	4.15%	5.10%
建行	2.21%	2.21%	2.60%	3.29%	3.84%	2.29%	2.70%	2.78%	3.59%	4.33%
中行	2.65%	2.58%	3.12%	4.04%	4.62%		3.10%	3.39%	4.88%	5.66%
交行	1.92%	1.83%	2.05%	2.01%	2.40%	2.21%	2.41%	2.42%	2.62%	2.95%

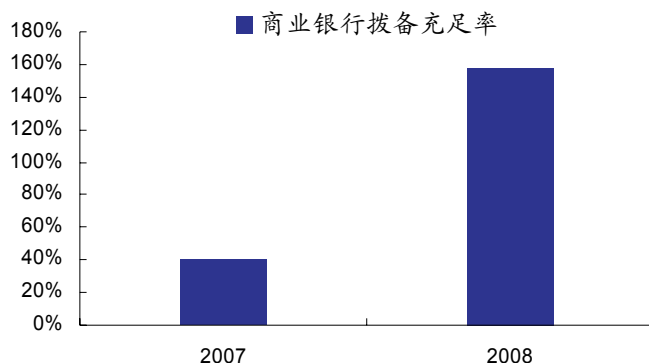
资料来源: 公司报表 招商证券研发中心

而且目前商业银行的充足拨备将为信贷成本的上升提供缓冲空间, 2008 年底商业银行拨备充足率 158.2%, 同比提高了 117.8 个百分点; 拨备覆盖率 115.3%, 同比提高了 74.1 个百分点。

从拨备余额的结构看, 08 年已公布上市银行组合计提的拨备在拨备余额中的比例均有所上升。

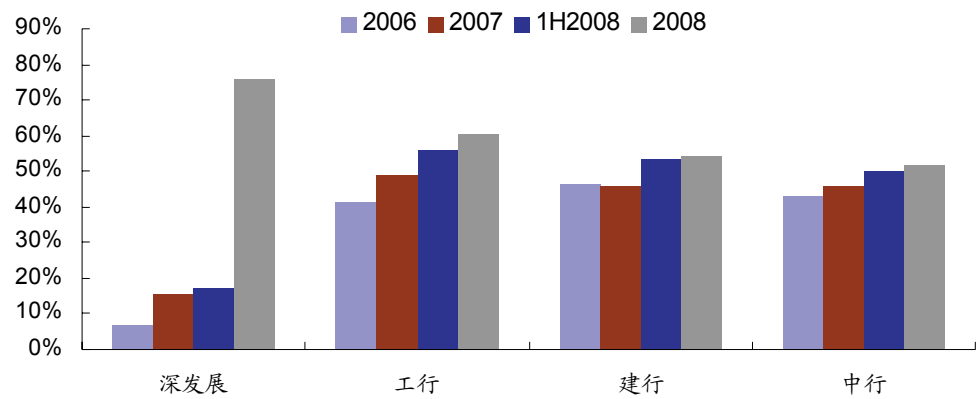
图 20: 2002-2008 年我国商业银行拨备覆盖率


资料来源: 银监会, 招商证券研发中心

图 31: 2007-2008 年我国商业银行拨备充足率


资料来源: 银监会, 招商证券研发中心

图22: 2006-2008年上市银行拨备余额中组合计提比例



数据来源: 公司报表 招商证券研发中心

四、利差是盈利主要制约，预计 2 季度接近见底

仍有继续降息可能，但空间不会很大。而且 1 季度票据融资的极高占比不可持续，随着票据比重的下降，及重新定价于 2 季度的基本结束，预计 2 季度利差将接近底部。

表 5：2007-2009 年主要上市银行利差及预测

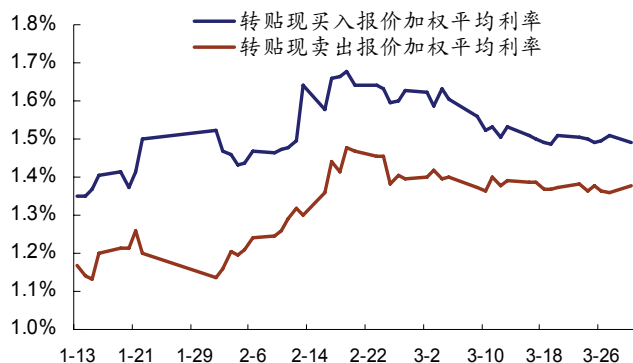
(%)	2009E	2Q09E	1Q09E	2008	4Q08	3Q08	2Q08	1Q08	2007	2006	2005
深发展	2.41	2.35	2.44	2.84	2.63	2.74	2.81	3.14	3.15	2.71	1.85
工行	2.43	2.41	2.44	2.75	2.68	2.67	2.74	2.88	2.60	2.41	2.27
建行	2.70	2.63	2.76	3.08	2.95	3.07	3.16	3.15	3.07	2.73	2.72
中行	2.27	2.26	2.28	2.48	2.38	2.48	2.50	2.61	2.62	2.37	2.29
交行	2.42	2.41	2.44	2.81	2.41	2.83	2.96	3.18	2.79	2.55	2.64

(%)	2009E	2Q09E	1Q09E	2008E	4Q08E	3Q08	2Q08	1Q08	2007	2006	2005
招行	2.50	2.47	2.44	3.24	2.95	3.20	3.44	3.45	2.95	2.55	2.50
民生	2.49	2.40	2.52	2.87	2.70	2.93	3.02	2.64	2.65	2.49	2.43
浦发	2.58	2.55	2.64	3.01	2.81	3.00	2.99	3.13	3.03	2.74	2.48
兴业	2.41	2.39	2.48	2.70	2.40	2.75	2.91	2.84	2.61	2.43	2.32
华夏	1.81	1.79	1.88	2.11	1.92	2.06	2.25	2.19	2.21	1.85	1.64

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

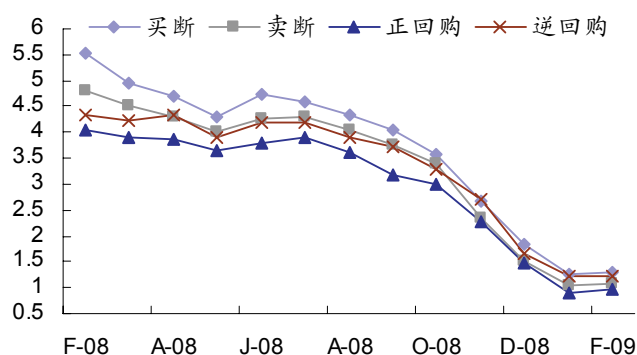
注：利差根据期初期末生息资产计息负债余额平均算得，和实际会有一定误差。此外，民生 09 年预测均未考虑海通股权处置因素。

图 23：2009 年 1-3 月转贴现每日加权平均利率



资料来源：中国票据网，招商证券研发中心

图 44：2008.2-2009.2 票据市场加权平均利率



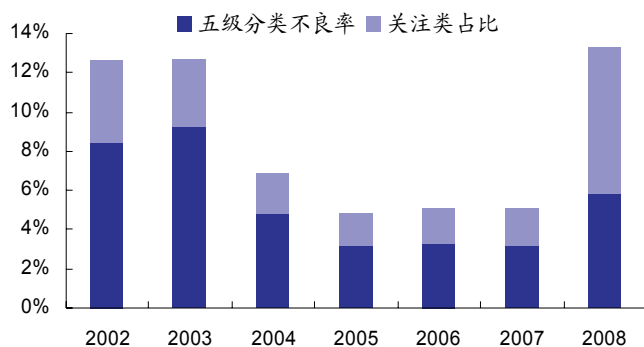
资料来源：中国票据网，招商证券研发中心

五、美国银行业：危机深化，传统信用风险集中释放

1、美国银行业 08 年资产质量加速恶化

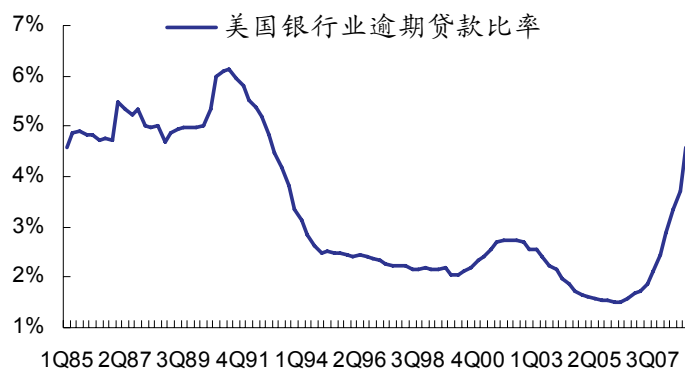
美国银行业 08 年资产质量加速恶化。08 年以来逾期贷款占比加速上升，但仍明显低于 1991 年的高点。不仅住房贷款，信用卡贷款，一般性企业贷款不良率也出现大幅上升。银团贷款 08 年关注类贷款比例上升幅度远大于不良。

图5：2002-2008年美国银团贷款不良率和关注类占比



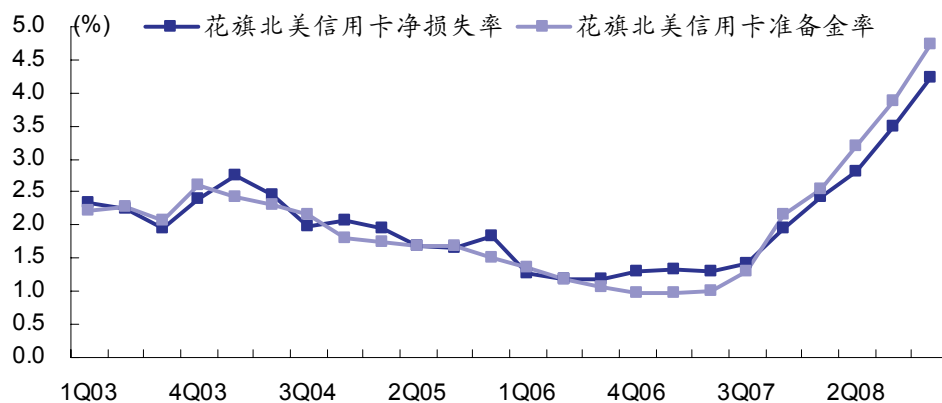
资料来源：FDIC，招商证券研发中心

图6：1985-2008年美国银行业逾期30天以上贷款占比

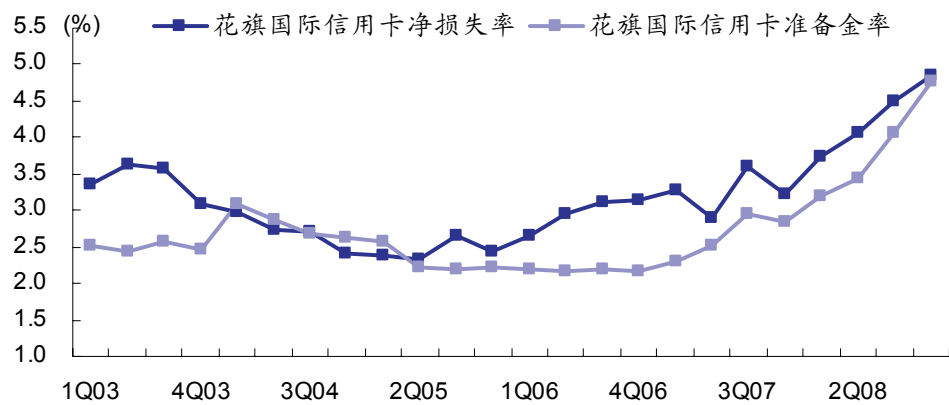


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

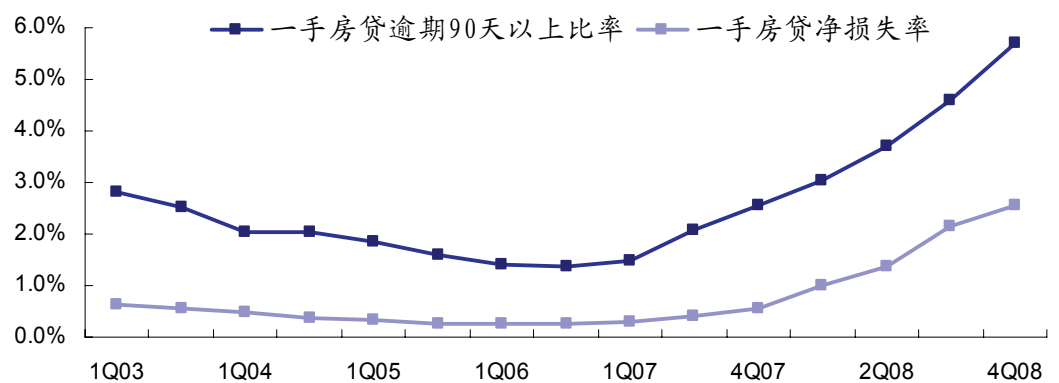
图3：花旗银行北美信用卡净损失率和准备金率



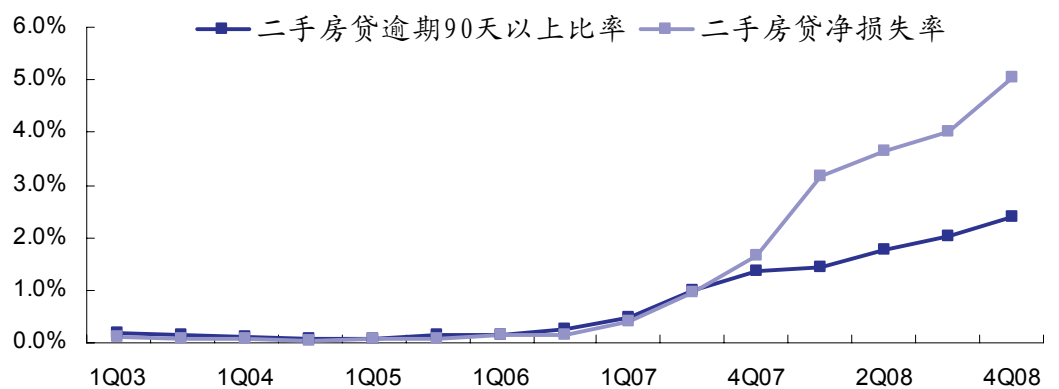
数据来源：公司报表 招商证券研发中心

图4：花旗银行国际信用卡净损失率和准备金率


数据来源：公司报表 招商证券研发中心

图5：1Q03-4Q08花旗银行一手房贷逾期和净损失率


数据来源：公司报表 招商证券研发中心

图6：1Q03-4Q08花旗银行二手房贷逾期和净损失率


数据来源：公司报表 招商证券研发中心

2、美国银行业最大损失源由投资损失转为信贷成本

08 年 4 季度美国银行业经历了 1990 年以来的首次亏损。08 年全年美国银行业盈利 102 亿美元，较 07 年下降 89.8%。这是 1989 年以来的最低年度盈利（1989 年盈利 100 亿美元）。ROA 0.08%，1987 年以来的最低点。08 年几乎 1/4 的机构没有盈利。

由于金融危机由金融领域蔓延至实体经济，以及房价继续下跌，08 年信贷成本对盈利的侵蚀大大超过投资损失。行业信贷成本 1.92%，创 25 年以来的新高，其中房地产业贷款计提拨备额度达到全部拨备计提的 64.7%。

表 6：花旗银行简要利润表

百万美元	2H2008	1H2008	2008	2007	2006
净利息收入	26,659	27,704	54,363	46,936	39,554
佣金手续费	3,608	7,802	11,410	21,132	19,244
本金交易	-9,936	-12,247	-22,183	-12,079	7,999
行政和其他手续费	3,973	4,621	8,594	9,172	6,934
出售投资实现损益	-1,803	-258	-2,061	1,168	1,791
保费收入	1,531	1,968	3,499	3,534	3,202
其他收益	-1,757	2,082	325	11,835	10,891
非息收入	-4,384	3,968	-416	34,762	50,061
总收入，扣除利息费用	22,275	31,672	53,947	81,698	89,615
贷款损失准备	21,114	12,771	33,885	17,424	6,738
全部信用损失和偿付准备	21,762	13,163	34,925	18,509	7,955
经营费用	29,773	32,014	61,787	61,488	52,021
税收，少数股权和会计变更					
前的持续经营利润	-29,260	-13,505	-42,765	1,701	29,639
所得税	-13,296	-6,220	-19,516	-2,201	8,101
少数股东权益	-404	55	-349	285	289
会计变更累计影响之前的持续经营利润	-15,560	-7,340	-22,900	3,617	21,249
净利润	-11,109	-7,606	-18,715	3,617	21,538

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

表 7：美洲银行简要利润表

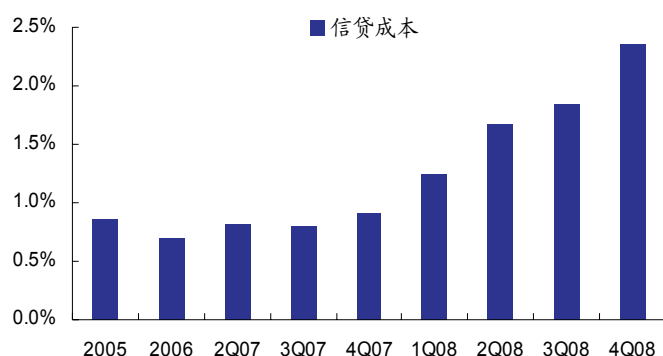
	2H2008	1H2008	2008	2007	2006
净利息收入	24,748	20,612	45,360	34,433	34,591
非息收入	10,716	16,706	27,422	31,886	37,989
其中：卡收入	6,224	7,090	13,314	14,077	14,290
服务费用	5,281	5,035	10,316	8,908	8,224
投资和经纪业务服务	2,310	2,662	4,972	5,147	4,456
投资银行	1,092	1,171	2,263	2,345	2,317
权益投资收入	-1,107	1,646	539	4,064	3,189
交易账户损益	-4,485	-1,426	-5,911	(5,131)	3,166
抵押银行收入	3,197	890	4,087	902	541
债务证券销售损益	772	352	1,124	180	(443)
其他收入	-2,568	-714	-3,282	1,394	2,249
扣减利息成本后总收益	35,464	37,318	72,782	66,319	72,580
信用损失准备	14,985	11,840	26,825	8,385	5,010
非息费用	22,217	18,377	40,594	36,600	34,792

	2H2008	1H2008	2008	2007	2006
兼并重组费用	553	382	935	410	805
税前收入	-2,291	6719	4428	20924	31973
所得税	-1,679	2,099	420	5942	10840
净利润	-612	4620	4008	14982	21133

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

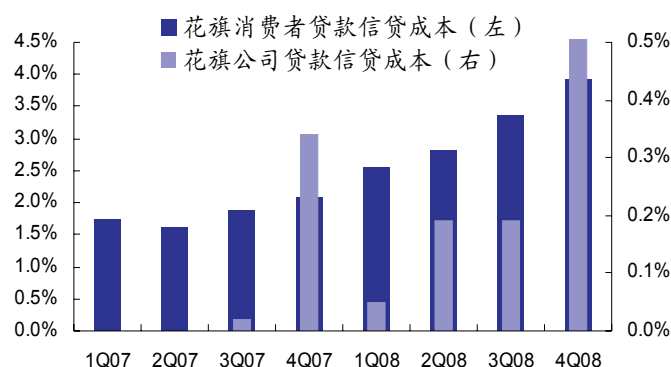
信用成本相对不良贷款率的上升速度相对平稳，体现了经济繁荣期积累的较高拨备对拨备计提压力的缓冲作用，但缓冲作用在逐步弱化，08 年上升速度有所加快。由于资产质量的滞后性，房价可能并未见底，信贷成本的后继压力依然很大。

图7：2005-2008年美国银行信贷成本



资料来源：公司报表，招商证券研发中心

图8：2007-2008年花旗银行信贷成本



资料来源：公司报表，招商证券研发中心

3、不良率高与低的拐点与美国房价跌幅较为一致

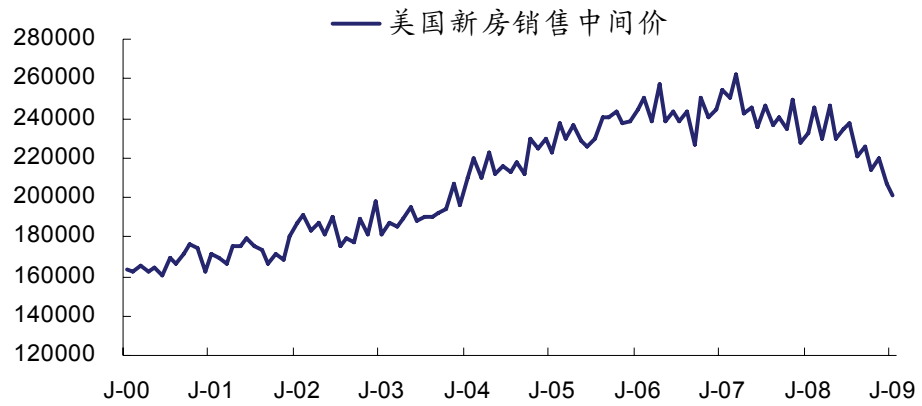
从花旗银行个人住房贷款分类别的资产质量数据看，严格执行首付比例的重要性显而易见，80%的贷款抵押物价值比率是不良率高与低的拐点，这与美国房价跌幅也较为一致。严格界定目标客户群至关重要，信用评分高的客户群不良率上升幅度远低于信用评分低的客户群。

表 8：花旗银行 08 年末个人住房抵押贷款结构和逾期占比

	占一手房贷比例	占二手房贷比例	一手房贷逾期 90 天以上占比	二手房贷逾期 90 天以上占比	整体房贷逾期 90 天以上占比
LTV=<80%	70%	53%	3.99%	0.96%	3.23%
80%<LTV<90%	10%	17%	7.06%	2.88%	5.27%
LTV>=90%	20%	30%	10.98%	4.69%	8.47%
FICO>=660	70%	96%	3.74%	2.36%	3.22%
620=<FICO<660	13%	4%	8.26%	3.43%	7.68%
FICO<620	17%	0%	11.78%	-	11.78%

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

图9：美国新房销售中间价相对07年高点累计下跌23%

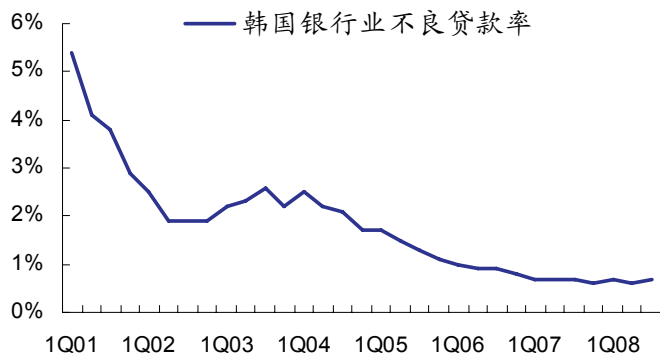


数据来源：Bloomberg 招商证券研发中心

六、金融危机对银行资产质量的冲击已延伸至东亚地区

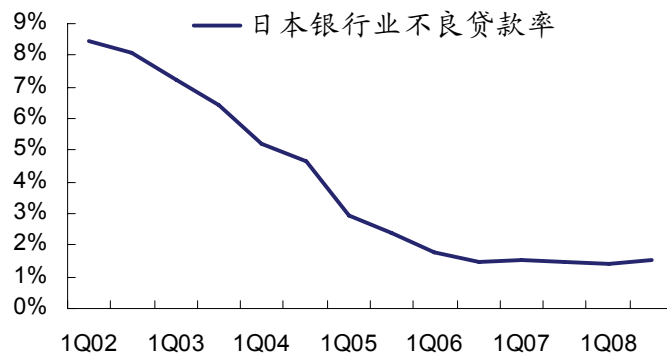
由于本国的政策刺激空间和力度弱于中国，东亚大部分国家和地区，包括韩国、日本、香港等 08 年 3 季度不良率开始小幅上升，但幅度仍较小，不过台湾银行业的不良率仍呈下降趋势。

图70: 1Q01-3Q08 韩国银行业不良贷款率



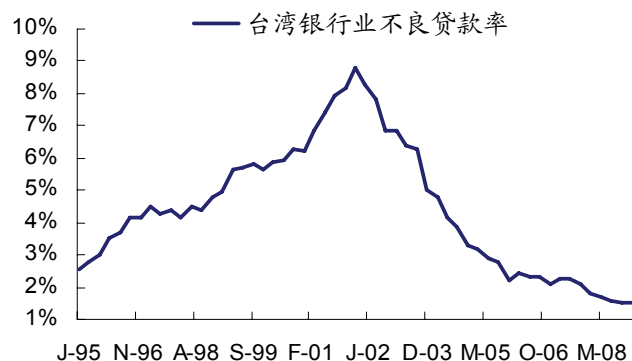
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图11: 1Q02-3Q08 日本银行业不良贷款率



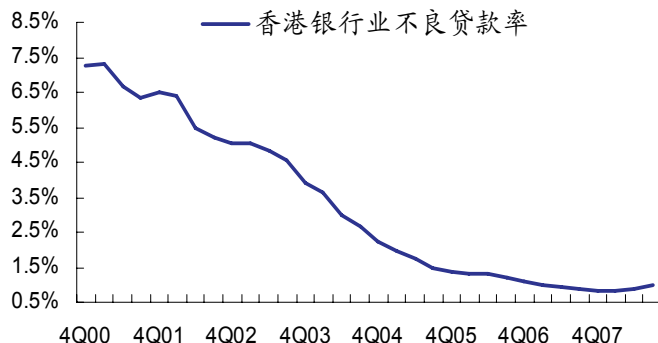
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图82: 1Q01-3Q08 台湾银行业不良率仍呈下降之势



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图13: 1Q97-3Q08 香港银行业不良贷款率

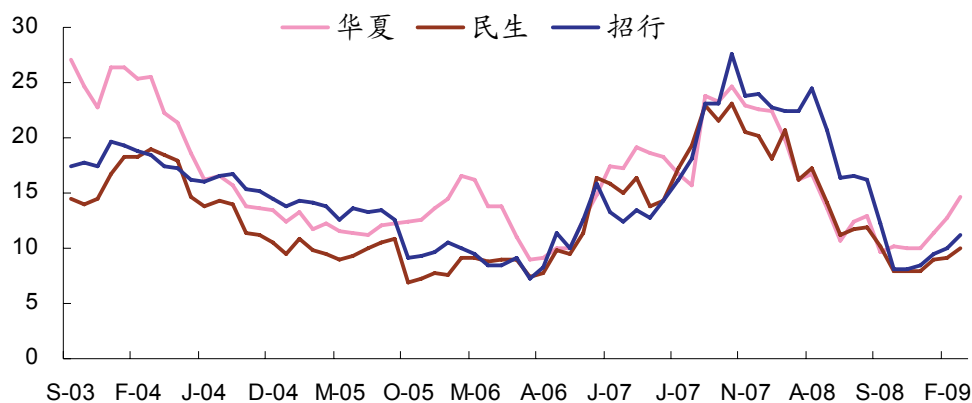


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

七、经济环比好转提升银行估值中枢，维持行业推荐评级

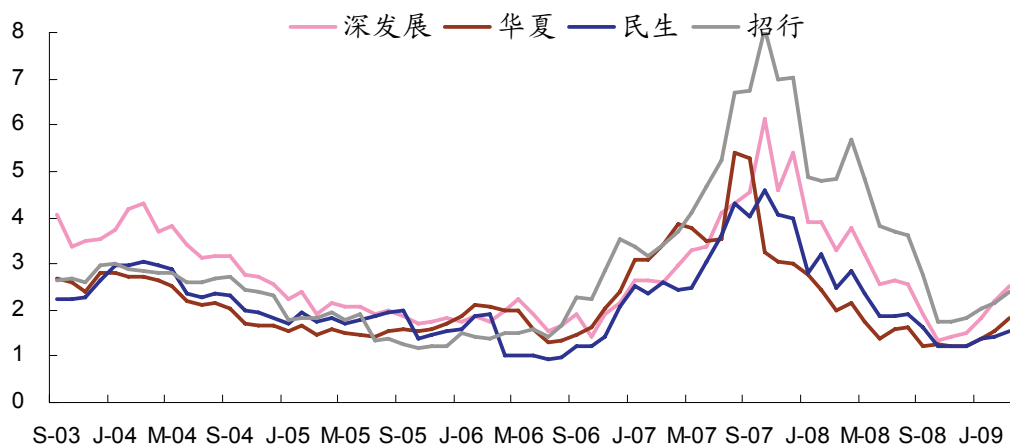
从宏观经济的一些先行指标来看，经济增速于 1 季度见底，经济环比逐步好转的可能性在加大，这将减轻市场对银行潜在信用风险的担忧。国内外经验表明，在经济复苏阶段，银行股表现会好于大势。此外，1 季报银行业绩也比较确定，由于新增拨备压力较轻，1 季度信贷投放超预期，1 季度银行业绩或略好于预期。目前银行股 09 年动态 PE 和 PB 分别为 12.7 和 2.1 倍，在市场上仍是估值洼地，历史纵向比较估值也不算高。经济环比好转趋势的逐步明确可能使银行股 PB 的估值中枢进一步提升至接近 2.5 倍的水平。维持行业推荐评级。

图25：2003.9-2009.3 上市银行动态PE走势

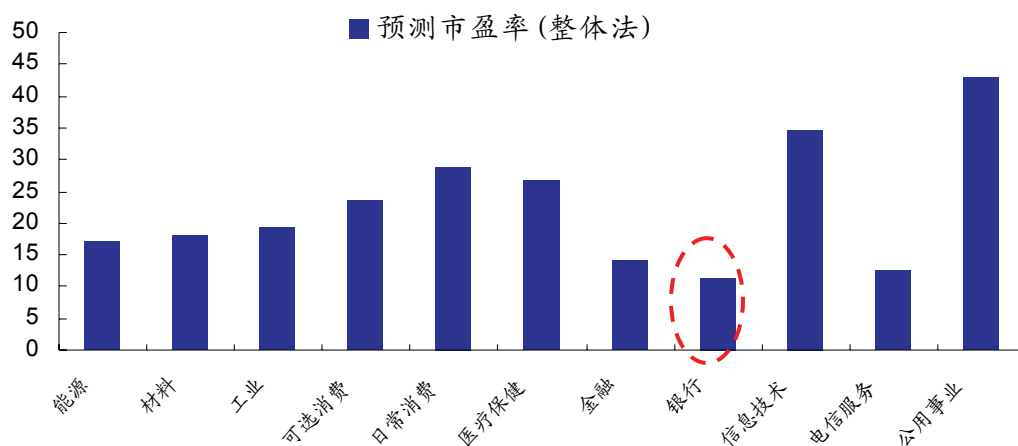


数据来源：Wind 招商证券研发中心

图26：2003.9-2009.3 上市银行动态PB走势



数据来源：Wind 招商证券研发中心

图27：目前主要行业动态PE对比


数据来源：Wind 资讯 招商证券研发中心

表 9：中国银行股投资钟

时间区间	经济周期	银行指数	市场	相对市场
1998.1-2002.12	衰退	14.9%	11.0%	3.9%
2003.1-2004.3	复苏	31.3%	28.3%	3.1%
2004.4-2006.6	繁荣	20.2%	-4.0%	24.2%
2006.7-2007.9	过热	213.5%	232.0%	-18.5%
2007.10-2008.12	衰退	-55.5%	-67.2%	11.7%
2009.1-2009.3	衰退	19.2%	30.3%	-11.1%
2008.4-	复苏?	4.5%	2.8%	1.7%

资料来源：Wind 招商证券研发中心

1、维持民生银行强烈推荐评级

3 月份民生的信贷增长开始加快。一季度民生银行共发放一般性对公贷款 1869 亿元，其中大约 1100 亿是在 3 月份发放的，

宏观经济的环比好转。宏观经济的环比好转将打消市场前期对该行资产质量的担忧。

这两点可能成为股价催化剂。

事业部改革不可能一蹴而就，但对 09 年经营不再会产生显著的制约因素。事业部改革是一个逐步试错调整的漫长过程，短期内对业绩难有直接贡献，但我们认为至少改革最艰难的时候已经过去，改革对 09 年的短期经营不再会产生显著的制约因素。

估值偏低。民生目前 09 年动态 PB1.7 倍，相对市场平均水平折价约 20%。

2、维持工商银行审慎推荐评级

工行稳健的经营风格和均衡的盈利驱动因素保证了业绩确定性较高，高盛自愿延长锁定期减少股价压力，而目前估值与其他大银行基本持平，没有体现估值溢价。维持审慎推荐评级。

3、上调深发展盈利预期

此外，我们上调了深发展 09/10 年的盈利预测至 1.45/1.58 元，对应盈利分别为 45 亿和 49 亿元。主要是上调了 09 年不良贷款回收规模的预测，同时下调了信贷成本的预测，但目前估值仍较高。

表 10：上市银行 09 年各季度盈利预测

	EPS								同比增长			
	1Q08	2Q08	1H08	2008E	1Q09E	2Q09E	1H09E	2009E	1Q09E	2Q09E	1H09E	2009E
民生银行	0.13	0.19	0.32	0.49	0.12	0.13	0.25	0.51	-5.7%	-31.0%	-20.7%	2.8%
北京银行	0.26	0.21	0.47	0.90	0.25	0.25	0.50	0.96	-4.2%	20.3%	6.8%	6.5%
招商银行	0.43	0.47	0.90	1.38	0.34	0.35	0.69	1.43	-19.9%	-26.7%	-23.4%	3.6%
工商银行	0.10	0.09	0.19	0.33	0.08	0.08	0.16	0.35	-17.1%	-13.9%	-15.5%	4.8%
建设银行	0.14	0.11	0.25	0.40	0.10	0.10	0.20	0.41	-29.6%	-13.4%	-22.3%	4.1%
华夏银行	0.16	0.22	0.39	0.62	0.16	0.19	0.35	0.73	-5.5%	-14.5%	-10.7%	17.0%
浦发银行	0.50	0.63	1.13	2.21	0.52	0.52	1.04	2.16	4.2%	-17.0%	-7.6%	-2.5%
兴业银行	0.62	0.69	1.31	2.27	0.59	0.60	1.19	2.35	-4.1%	-13.0%	-8.8%	3.2%
深发展	0.32	0.37	0.69	0.20	0.36	0.35	0.71	1.45	12.7%	-4.6%	3.5%	632%
中国银行	0.09	0.08	0.17	0.25	0.07	0.07	0.14	0.28	-18.2%	-11.6%	-15.0%	11.8%
南京银行	0.22	0.21	0.43	0.86	0.23	0.23	0.45	0.93	1.5%	9.7%	5.4%	8.4%
交通银行	0.16	0.16	0.32	0.58	0.16	0.15	0.31	0.61	-2.9%	-1.9%	-2.4%	5.8%

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

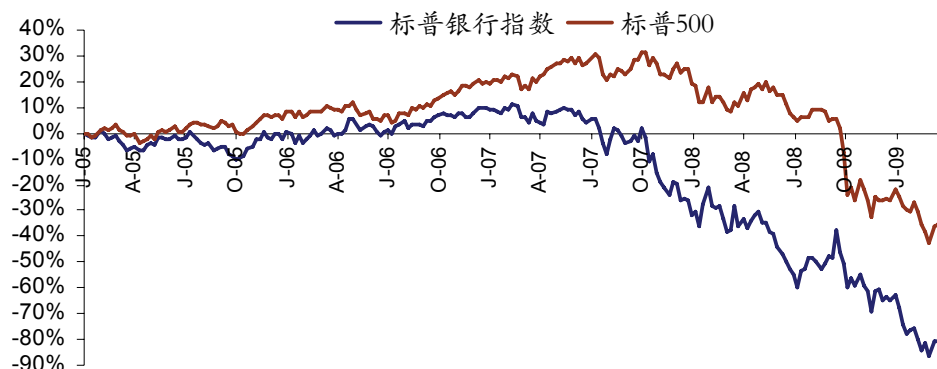
注：该处计算浦发 EPS 的股本均按增发前计算。

表 11：估值对比表

	EPS				CAGR		PE		PB		市值 亿元	投资评级
	07	08E	09E	10E	08-09	08E	09E	10E	08E	09E		
民生银行	0.44	0.49	0.51	0.58	23.0%	11.6	11.1	9.7	2.0	1.7	1067	强烈推荐-A
工商银行	0.24	0.33	0.35	0.37	19.5%	12.4	11.8	11.0	2.2	2.0	13428	审慎推荐-A
北京银行	0.54	0.90	0.96	1.11	33.7%	13.8	13.0	11.3	2.5	2.2	777	审慎推荐-A
招商银行	1.04	1.38	1.43	1.66	17.5%	12.0	11.6	10.0	3.0	2.5	2364	强烈推荐-A
交通银行	0.42	0.58	0.61	0.67	21.1%	11.9	11.2	10.3	2.3	2.0	3022	审慎推荐-A
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.44	18.1%	11.4	11.0	10.2	2.3	2.0	9740	审慎推荐-A
华夏银行	0.50	0.62	0.73	0.88	31.4%	17.6	15.1	12.4	2.0	1.9	459	审慎推荐-B
浦发银行	1.26	2.21	1.89	2.08	49.0%	9.9	11.6	10.5	3.0	2.3	1239	审慎推荐-A
兴业银行	1.72	2.27	2.35	2.59	16.9%	10.4	10.1	9.1	2.4	2.0	1186	审慎推荐-A
深发展	1.16	0.20	1.45	1.58	30.3%	84.2	11.5	10.5	3.2	2.6	398	审慎推荐-A
南京银行	0.50	0.86	0.93	1.07	36.5%	14.9	13.8	12.0	2.1	1.9	236	审慎推荐-A
中国银行	0.22	0.25	0.28	0.32	12.4%	14.3	12.8	11.1	1.8	1.7	8192	审慎推荐-A
中信银行	0.21	0.35	0.33	0.35	24.5%	14.3	15.1	14.1	2.0	1.8	1671	中性-A
宁波银行	0.38	0.60	0.65	0.73	30.3%	16.8	15.5	13.7	2.8	2.5	250	中性-A
算术平均					19.0%	18.3	12.5	11.1	2.4	2.1	3145	

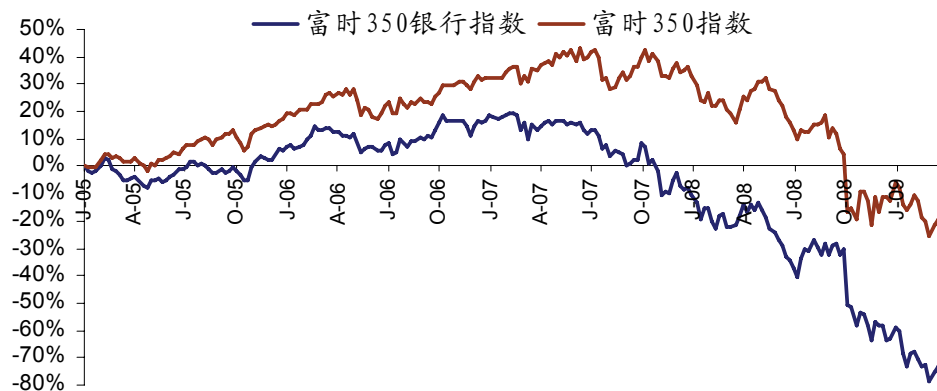
资料来源：招商证券研发中心

图28: 2005.1-2009.4 美国标普银行指数相对大势走势



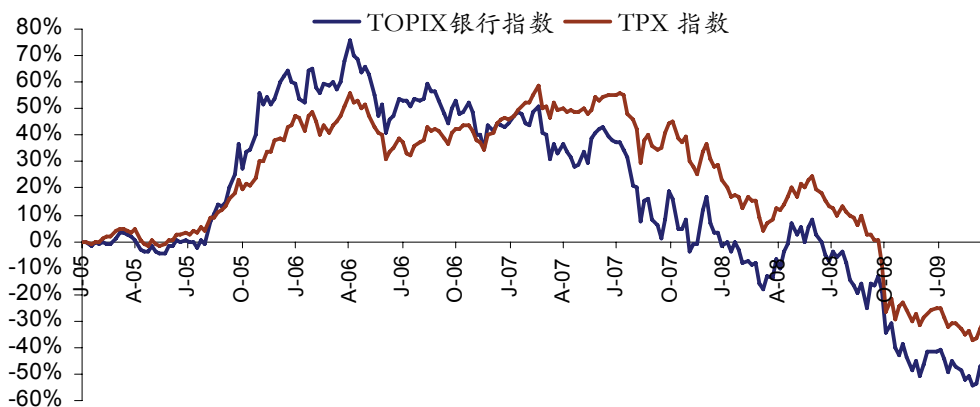
数据来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图29: 2005.1-2009.4 英国富时350银行指数相对大势走势



数据来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图30: 2005.1-2009.4 日本TOPIX银行指数相对大势走势



数据来源: Bloomberg 招商证券研发中心

分析师简介

李珊珊：北京大学经济学硕士，2005 年开始从事金融行业分析，现为招商证券银行

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。