

2009.04.20

银行股：正增长可期，估值优势凸现

——银行业 2009 年 2 季度投资策略

伍永刚 王丽雯
021-38676525 021-38676047
wuyg1@gtjas.com wangliwen@gtjas.com

本报告导读： 09 年 1 季度银行业净利润增速预测下调至 -8%；全年净利润增速由 5%上调至 8.3%，维持银行股增持评级。

投资要点：

1. **主要观点：**09 年净利润正增长可期，单季净利润同比增速有望逐季提高，维持行业增持评级。

下调 09 年 1 季度银行业净利润增速预测至 -8%：（1）拨备前利润在零增长附近；（2）净利润同比负增长。在我们的谨慎增持评级及以上的组合中，深发展、浦发、工行、南京民生银行 1 季度净利润将实现正增长，而招行、建行、兴业及交行 1 季度可能是同比负增。

09 年银行业净利润增速由 5%上调至 8.3%。主要依据有：（1）信贷高速增长。尽管 2 季度后可能出现高增速低增额的信贷投放格局，但全年信贷高速增长有望实现以量补价的策略目标；（2）净息差 NIM 在 1 季度后触底回升；（3）GDP 增速有望触底回升，银行信贷成本将低于预期。

重点增持深发展、浦发、工行、民生、南京银行亦可重点关注。

2. **宏观经济和政策前景展望。**我们预测宏观经济有望于 1 季度触底，2 季度有望步入复苏回升之路；我国货币政策将从“过度宽松”到适度宽松，再择机转向稳健；积极的财政政策是银行最大利好。

3. **银行业盈利主要驱动因素分析：预测 09 年净利润增 8%。**

09 年 1 季度人民币贷款增速达 29.8%；企业中长期贷款快增、票据融资占比下降、居民中长期贷款需求回暖；股份制银行新增贷款结构改善明显。我们预测 09 年人民币新增贷款 7.4 万亿元，信贷高增速低增额格局来临，全年信贷增速维持高位：人民币贷款增 24.4%，本外币增 21.6%。与此同时，NIM 收窄幅度可能超预期，但 1 季度后有望触底回升；银行资产质量有望好于预期，信贷成本上升压力减轻；中间业务仍将保持一定的增速；费用收入比较上年略降。

我们预测 09 年上市银行净利润有望实现 8.3%的正增长。逐季看，09 年 1 季度为净利润同比增速低谷，约-8%。上市银行 2 季度的净利润有望实现零左右的同比增长；而 3、4 季度将有较为明显的净利润同比正增长。

4. **银行股：2 季度仍具相对估值优势，维持增持评级。**

1 季度银行股在基本面预期改善与流动性充足推动下，估值水平趋于提高；不过，目前国内银行股估值水平仍相对较低；上市银行潜在股息率较高；流动性进一步充足。

5. **2 季度银行股选股思路：盈利能力+业绩增长的确定性。**维持深发展、浦发、兴业和交行的增持评级，提升工行评级至增持。短期建议重点关注 1 季度净利润正增长的深发展、浦发、工行、南京和民生银行。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

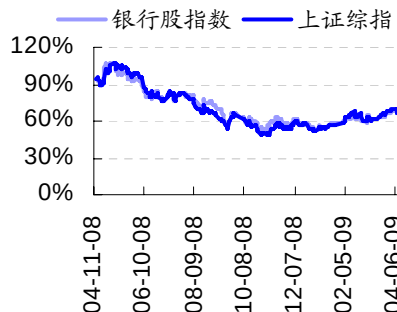
商业银行 增持

公司推荐

深发展 增持
浦发银行 增持
兴业银行 增持
交通银行 增持

工商银行 谨慎增持
南京银行 谨慎增持
招商银行 谨慎增持
建设银行 谨慎增持
民生银行 谨慎增持

中国银行 中性
中信银行 中性
北京银行 中性
宁波银行 中性
华夏银行 中性



相关报告

信贷高增速低增额格局即将来临，货币政策二率双降概率上升

(09.03.15)

信贷快增格局有望维持，2 月份 M1 增速将达 10%

(09.02.15)

银行股：调整仍为买入机会，上调评级至增持

(09.02.04)

目录

1. 主要观点：09 年净利润正增长可期，单季净利润同比增速有望逐季提高，维持行业增持评级	4
1.1. 下调 09 年 1 季度银行业净利润增速至 -8%.....	4
1.2. 09 年银行业净利润增速由 5%上调至 8.3%.....	4
1.3. 维持银行股增持评级：.....	4
2. 宏观经济和政策前景展望.....	5
2.1. 宏观经济：1 季度触底，2 季度有望步入复苏回升之路.....	5
2.2. 货币政策：从过度宽松到适度宽松，再择机转向稳健.....	5
2.3. 积极的财政政策是银行最大利好.....	6
3. 银行业盈利主要驱动因素分析：预测 09 年净利润增 8%	7
3.1. 预计 09 年信贷增速维持高位：人民币贷款增 24.4%，本外币增 21.6%.....	7
3.1.1. 09 年 1 季度人民币贷款增速达 29.8%.....	7
3.1.2. 企业中长期贷款快增、票据融资占比下降、居民中长期贷款需求回暖.....	8
3.1.3. 股份制银行新增贷款结构改善明显.....	9
3.1.4. 预测 09 年人民币新增贷款 7.4 万亿元，信贷高增速低增额格局来临.....	10
3.1.5. 09 年 1 季度以量补价的策略目标基本实现，预计上市银行净利润同比负增长 8%.....	10
3.2. NIM 收窄幅度可能超预期，但 1 季度后有望触底回升	11
3.3. 资产质量有望好于预期，信贷成本上升压力减轻.....	14
3.4. 中间业务：仍将保持一定的增速.....	15
3.5. 预计 09 年银行业全年净利润增长 8%	15
4. 银行股：2 季度仍具相对估值优势，维持增持评级	16
4.1. 1 季度银行股：基本面预期改善与流动性充足推动估值水平提高	16
4.2. 目前国内银行股估值水平仍相对较低.....	16
4.3. 上市银行潜在股息率较高.....	17
4.4. 流动性进一步充足.....	18
4.5. 2 季度维持银行股增持评级	18
5. 2 季度银行股选股思路：盈利能力+业绩增长的确定性	18
5.1. 深发展：维持增持评级.....	19
5.2. 浦发银行：维持增持评级.....	19
5.3. 工商银行：提升评级至增持.....	19
5.4. 南京银行：维持谨慎增持评级.....	19
5.5. 兴业银行：维持增持评级.....	19
5.6. 交通银行：维持增持评级.....	20
6. 风险因素：	20

图目录

图 1: PMI 连续 3 月反弹至 50%以上.....	5
图 2: 出口反弹明显，贸易顺差增至 185.6 亿美元.....	5
图 3: 货币供应量增速.....	7
图 4: 人民币存贷款增速.....	7
图 5: 本外币贷款增速攀新高.....	8
图 6: 09 年 1 季度累计新增人民币贷款 4.58 万亿	8
图 7: 居民和企业贷款同比增速提高.....	8
图 8: 非金融性部门票据和中长期贷款持续快增.....	8

图 9: 新增非金融性公司贷款中, 票据占比明显下降.....	9
图 10: 居民中长期贷款需求回升.....	9
图 11: 全部新增贷款投放的机构分布.....	9
图 12: 新增中长期贷款投放的机构分布.....	9
图 13: 四大国有银行新增信贷结构变化.....	9
图 14: 股份制商业银行新增信贷结构的变化.....	9
图 15: 09 年人民币贷款增速预测.....	10
图 16: 09 年每月累计新增人民币贷款预测.....	10
图 17: 5 家股份制银行历史平均 NIM.....	11
图 18: 已公布年报银行 07-08 年 NIM 变动.....	11
图 19: 非金融性公司贷款余额的中长期贷款占比稳定.....	12
图 20: 3 月份定期存款占比下降.....	12
图 21: 银行间市场国债收益率曲线.....	13
图 22: 银行间市场央票收益率.....	13
图 23: 银行间同业拆借市场资金和利率.....	13
图 24: 贷存比略有回升.....	13
图 25: 部分银行不良贷款余额 4 季度环比上升.....	14
图 26: 部分银行不良率也环比略有上升.....	14
图 27: 上市银行拨备覆盖率继续提高.....	15
图 28: 信贷成本提高, 部分大行增提贷款和债券损失准备.....	15
图 29: 1 季度银行业与市场指数表现.....	16
图 30: 1 季度给予增持评级的银行股市场表现.....	16
图 31: 银行股 PE 和大盘 PE.....	17
图 32: 银行股 PB 和大盘 PB.....	17
图 33: 银行股 PE 与大盘 PE 之比.....	17
图 34: 银行股 PB 与大盘 PB 之比.....	17
图 35: 香港本地银行股 PE 与大盘 PE 之比.....	17
图 36: 香港本地银行股 PB 与大盘 PB 之比.....	17

表目录

表 1: 09 年 2 季度及以后货币政策判断.....	6
表 2: 主要货币信贷数据表.....	7
表 3: 2009 年 1 季度上市银行净利润预测, 同比负增长: -8%.....	11
表 4: NIM 收窄幅度预测 (单位: bp).....	13
表 5: NIM 下降对净利润影响幅度的分析.....	13
表 6: 09 年银行业主要盈利驱动因素和净利润增长预测.....	15
表 7: 上市银行潜在股息率较高.....	18
表 8: 上市银行估值水平比较.....	20

1. 主要观点：09 年净利润正增长可期，单季净利润同比增速有望逐季提高，维持行业增持评级

1.1. 下调 09 年 1 季度银行业净利润增速至 -8%

关于 09 年 1 季度的盈利，我们预测：（1）拨备前利润在零增长附近；（2）净利润同比负增长，约-8%。

1 季度拨备前利润能基本与上年同期持平，主要得益于信贷高速增长使银行业 1 季度基本实现了以量补价的策略目标；同时银行部分兑现债券投资浮赢。

不过，由于银监会对国有大行拨备覆盖率要求的提高，以及在信贷超预期增长和国外金融危机仍未见转机的背景下，1 季度部分银行可能继续多提贷款拨备或境外债券减值准备，导致部分银行 1 季度净利润同比增速为负。

在我们的谨慎增持评级及以上的组合中，深发展、浦发、工行、南京民生银行 1 季度净利润将实现正增长，而招行、建行、兴业及交行 1 季度可能是同比负增。

1.2. 09 年银行业净利润增速由 5%上调至 8.3%

我们在 08 年 12 月的年度策略报告中《银行业：迷雾中前行》中就提出 09 年全年上市银行整体有望实现 5%以上的净利润增长。

根据目前最新信息，我们认为，09 年上市银行业净利润正增长可期，有望实现 8.3% 的净利润增速。基本维持原来预测，不过正增长幅度上调了一些。

上调银行业 09 年全年净利润增幅的主要依据有以下几个方面：

- （1）信贷高速增长。尽管 2 季度后可能出现高增速低增额的信贷投放格局，但全年信贷高增速有望实现以量补价的策略目标；
- （2）净息差 NIM 在 1 季度后触底回升；
- （3）GDP 增速有望触底回升，银行信贷成本将低于预期。

另外，从银行净利润季度增速来看，1 季度将成为银行净利润增速的低谷，2 季度及之后净利润增速有望逐季回升。

1.3. 维持银行股增持评级：

基于银行业净利润正增长预期；估值优势明显，安全边际较高；流动性充足等因素分析，我们认为，二季度银行股有望跑赢大盘，维持对银行股增持评级。

重点增持深发展、浦发、工行，民生银行估值相对较低，亦应重点关注。

2. 宏观经济和政策前景展望

2.1. 宏观经济：1 季度触底，2 季度有望步入复苏回升之路

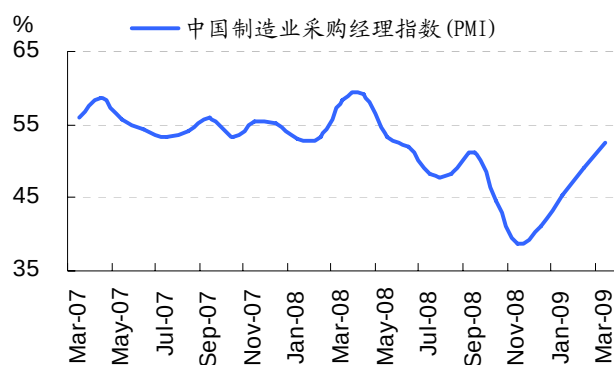
3 月份一系列宏观经济数据显示宏观经济开始复苏回暖的迹象：

- (1) M1 大幅反弹至 08 年上半年的水平，企业经济活动开始活跃；
- (2) PMI 指数连续三个月反弹并站在了 50% 的收缩线之上；
- (3) 进出口贸易有所好转，3 月份出口环比大幅增长、进出口下滑速度均放缓、贸易顺差反弹至 185.61 亿美元；
- (4) 3 月份规模以上工业增速同比增长 8.3%，高于前两个月 3.8% 的增速。
- (5) 信贷投放快速增长，1 季度人民币贷款同比增长 29.78%。

加上政府扩大投资政策的有力支持，我们认为，我国宏观经济已于 1 季度触底，2 季度有望开始走上经济增速逐步回升之路。

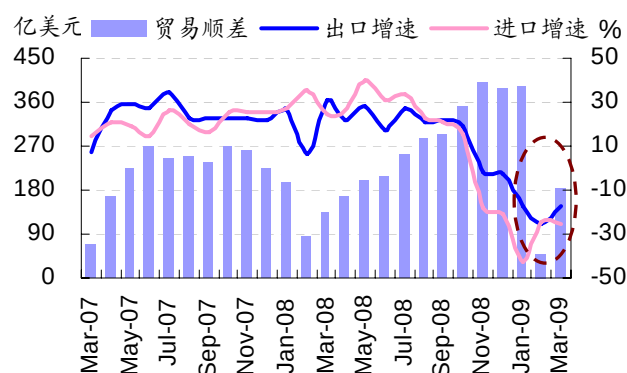
不过，我国宏观经济的复苏绝非坦途，其过程仍充满曲折和不确定性。如欧美经济金融危机仍未见底，外部需求仍显疲乏；2 季度 CPI 和 PPI 可能仍将下滑；房地产市场回暖以及本轮政府投资拉动经济的效果能否持续均有待进一步观察。对此我们相信，我国拥有充分的筹码和调控实力应对各种不确定性，并促使经济走出困境。

图 1：PMI 连续 3 月反弹至 50% 以上



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 2：出口反弹明显，贸易顺差增至 185.6 亿美元



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

2.2. 货币政策：从过度宽松到适度宽松，再择机转向稳健

从央行 1 季度货币政策实施效果来看，其货币政策效应已经远远超出适度宽松的范围，实际上属于过度宽松。尤其信贷连续超预期增长引发了市场对于后续宏观调控走向的担忧。

我们认为在目前经济尚未出现根本转暖之时，央行不会立即实施信贷紧缩政策，

预计下一步，央行有可能相机采取措施从鼓励信贷投放到回归稳健和正常信贷投放。

相关的货币政策包括，一是窗口指导；二是公开市场操作；三是将原先预计的二率双降政策延后或取消。

日前央行1季度货币政策例会也传达了类似的信息：“落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性。进一步理顺货币政策传导机制，保持银行体系流动性充裕，保证货币信贷总量满足经济发展需要。”

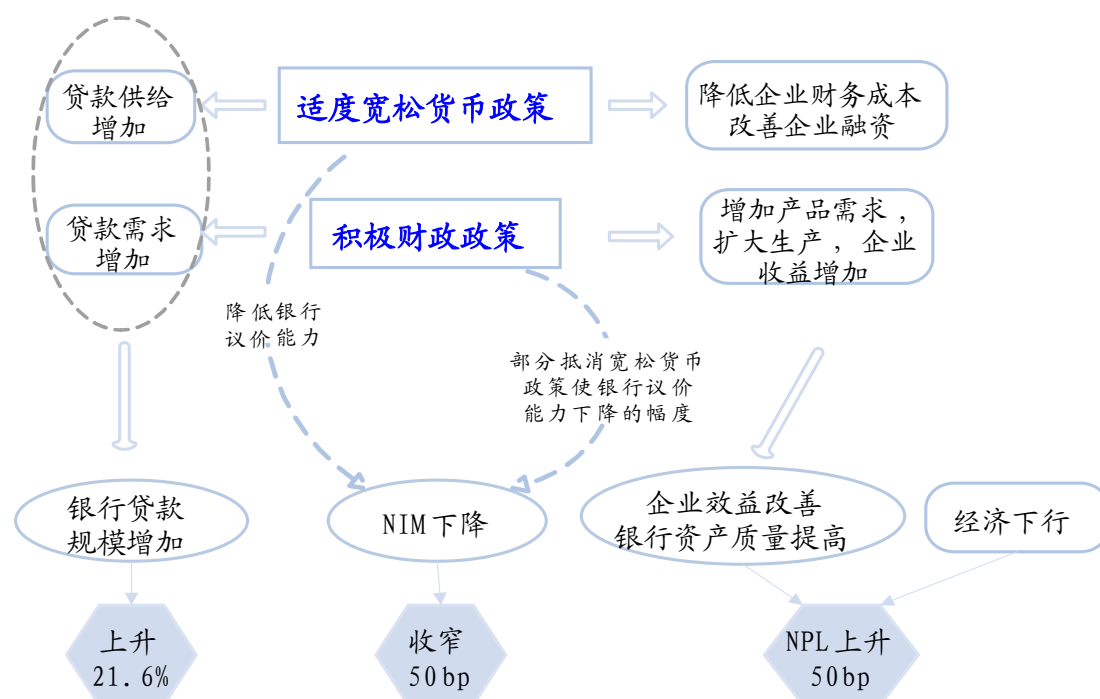
表 1：09 年 2 季度及以后货币政策判断

货币政策	政策走向判断
下调存款准备金率	下调空间因流动性充裕和贸易顺差反弹而收窄
降息	存贷款分别最多降息 0.54/0.27 个百分点，至 1.71%/5.04%
窗口指导	从鼓励信贷投放→稳健或正常
公开市场操作	从宽货币→适度宽松
人民币汇率	在震荡中走向缓慢升值

国泰君安证券。

2.3. 积极的财政政策是银行最大利好

对银行来说，放开信贷规模控制，实施宽松货币政策，有利也有弊。它虽然有利于银行作大信贷规模，增加生息资产；但也会使银行议价能力降低，净息差收窄。实际上对银行最大的利好政策是政府的积极财政政策，它不仅增加了银行的贷款需求，也将有利于银行净息差的稳定。



国泰君安证券。

3. 银行业盈利主要驱动因素分析：预测 09 年净利润增 8%

3.1. 预计 09 年信贷增速维持高位：人民币贷款增 24.4%，本外币增 21.6%

3.1.1. 09 年 1 季度人民币贷款增速达 29.8%

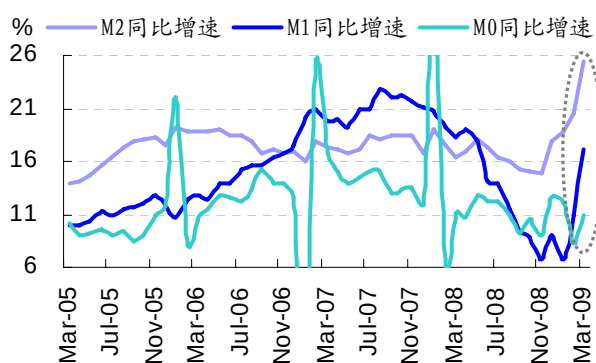
表 2: 主要货币信贷数据表

	Y2005	Y2006	Y2007	Jun-08	Sep-08	Dec-08	Y2008	Feb-09	Mar-09
M1 (%)	11.8	17.5	21.0	14.2	9.4	9.1	9.1	10.9	17.0
M2 (%)	17.6	16.9	16.7	17.4	15.3	17.8	17.8	20.5	25.5
新增人民币贷款 (亿元)	17,327	30,595	36,406	3,324	3,745	7,718	49,100	10,700	18,900
人民币贷款同比增速 (%)	9.8	15.7	16.2	14.1	14.5	18.8	18.8	24.2	29.8
本外币贷款同比增速 (%)	3.2	22.4	16.6	15.2	14.7	18.0	18.0	21.8	27.0
新增人民币存款 (亿元)	46,644	48,265	53,937	7,715	4,769	3,834	76,832	16,508	24,518
人民币存款同比增速 (%)	19.4	16.8	16.1	18.8	18.8	19.7	19.7	23.0	25.7
本外币存款同比增速 (%)	13.4	21.2	15.2	17.8	18.2	19.3	19.3	23.0	25.7

数据来源：中国人民银行、Wind、国泰君安证券。

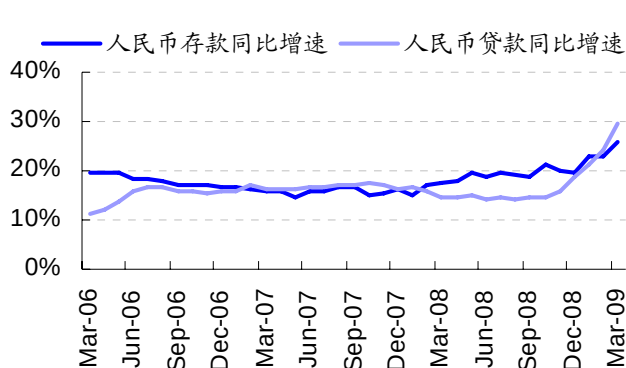
在实为宽松的货币环境下，1 季度信贷投放持续爆炸式增长，1、2、3 月份新增人民币贷款分别达 1.62 万亿元、1.07 亿元、1.89 万亿元；3 月末人民币贷款余额同比增长 29.8%，创下近年新高。在信贷快速扩张的作用下，3 月份 M1 和 M2 继续高增长，同比增速分别反弹至 17.04% 和 25.51%，M2 与 M1 增速差收窄。M1 增速的大幅提高反映了企业活期资金面的继续活跃。

图 3: 货币供应量增速



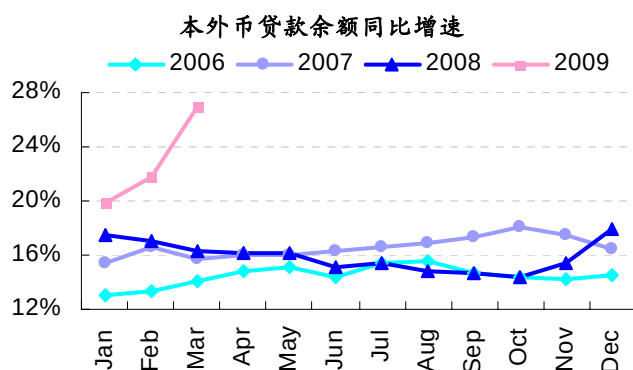
数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 4: 人民币存贷款增速



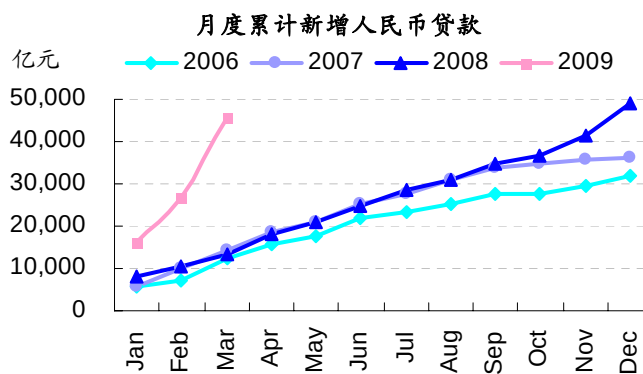
数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 5: 本外币贷款增速攀新高



数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

图 6: 09 年 1 季度累计新增人民币贷款 4.58 万亿



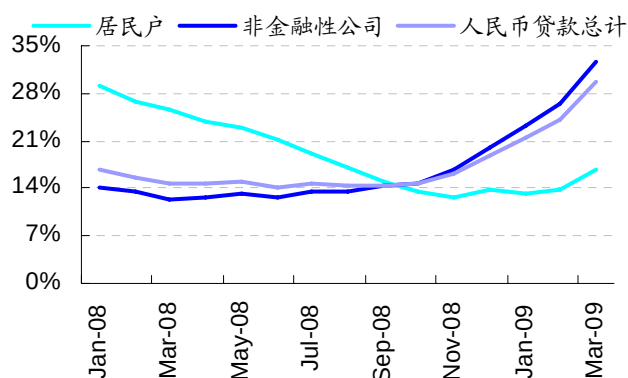
数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

3.1.2. 企业中长期贷款快增、票据融资占比下降、居民中长期贷款需求回暖

3 月份新增的 1.89 万亿人民币贷款中, 1.63 万亿为非金融性公司贷款, 其中 48% 为中长期贷款, 是信贷快速增长的主要推动力。在私人部门需求仍不足的情况下, 企业中长期贷款增长主要来自中央和地方相关项目贷款的逐步投放。据了解, 现在多家银行都在积极与大型企业、地方政府签订授信协议, 未来相关贷款仍然有望维持一定的增长。

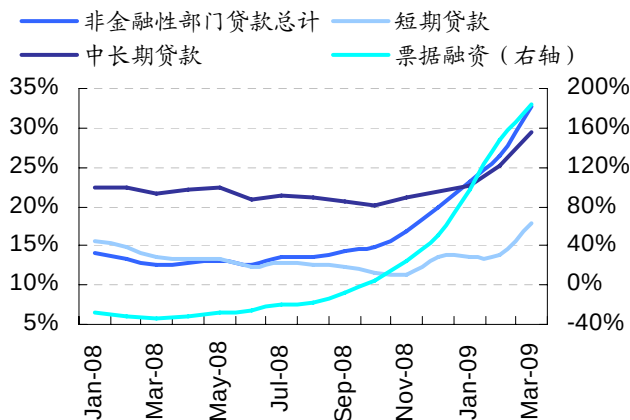
除了延续了前两个月企业中长期贷款大幅增长的趋势之外, 信贷投向还体现出了以下值得关注的地方: (1) 票据融资占比大幅下降, 3 月份新增票据在新增非金融公司贷款中占比仅为 22.7%, 较前两个月明显下降; (2) 居民中长期贷款增速开始企稳反弹, 3 月份居民贷款新增 2570 亿, 中长期贷款增加 1145 亿, 居民贷款需求明显回升。

图 7: 居民和企业贷款同比增速提高



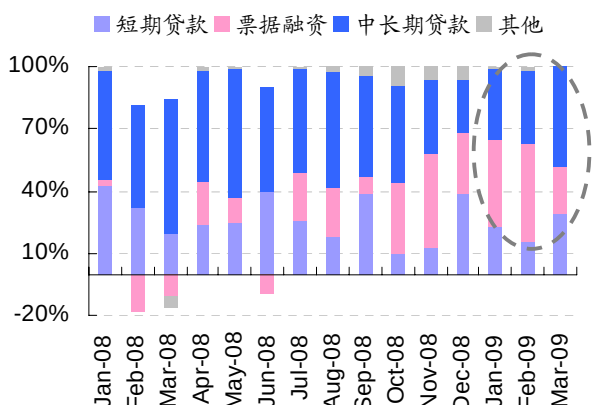
数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

图 8: 非金融性部门票据和中长期贷款持续快增



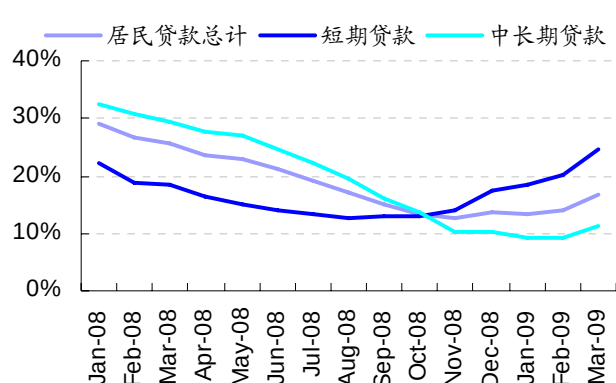
数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

图 9: 新增非金融性公司贷款中, 票据占比明显下降



数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

图 10: 居民中长期贷款需求回升

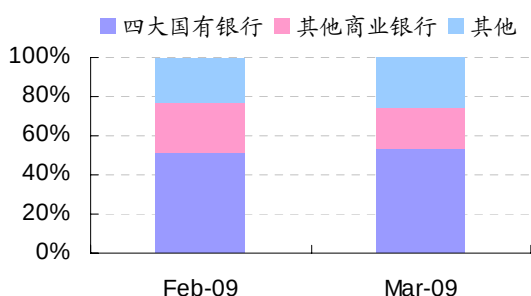


数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

3.1.3. 股份制银行新增贷款结构改善明显

我们比较分析了各类银行的新增贷款结构, 总体而言, (1) 2-3 月间, 四大国有银行新增的各类贷款在全部金融机构新增贷款中的占比较为稳定; (2) 股份制商业银行 3 月份信贷投放力度低于行业平均, 主要与其大幅压缩了票据融资比例有关, 事实上, 股份制银行的中长期贷款投放力度在 3 月份明显加大 (图 16)。

图 11: 全部新增贷款投放的机构分布



数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

注: 图 13-16 的四大国有银行包括工、农、中、建四家; 其他商业银行包括 13 家股份制商业银行; 其他指除前述两类外的银行。

图 12: 新增中长期贷款投放的机构分布

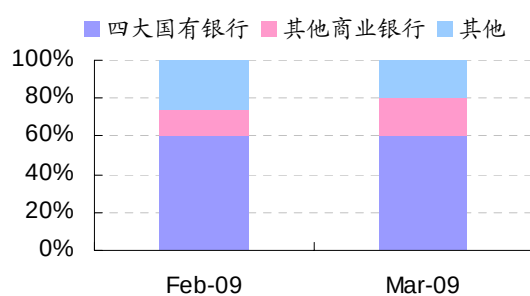
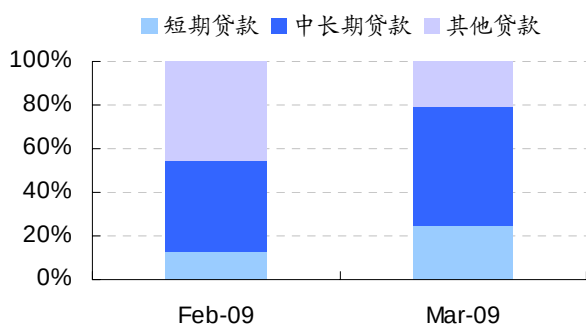
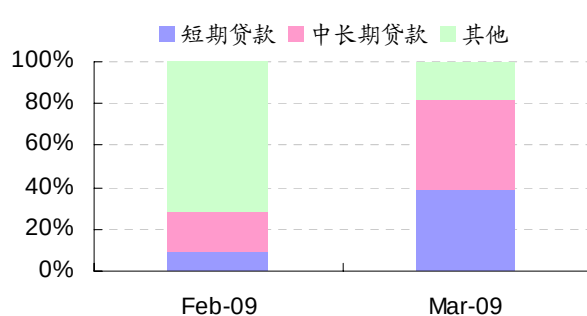


图 13: 四大国有银行新增信贷结构变化



数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

图 14: 股份制商业银行新增信贷结构的变化



3.1.4. 预测 09 年人民币新增贷款 7.4 万亿元，信贷高增速低增额格局来临

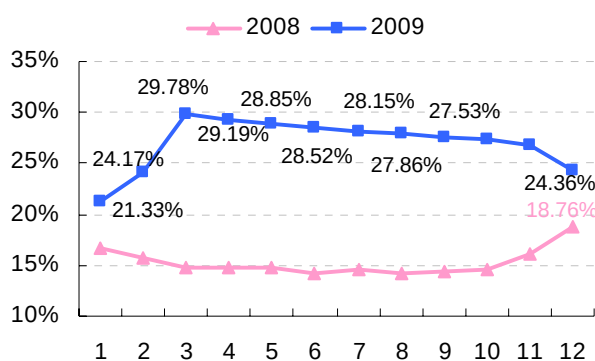
3 月份信贷数据出笼后，市场普遍担心，一是每月巨额新增信贷能否持续？二是货币政策是否会转向？三是如果新增信贷额快速回落，市场会是怎样的反应。

我们认为，（1）1-3 月份的逐月高额信贷投放在未来是难以持续的，随后每月新增人民币贷款 3000-4000 亿元是正常合理的。预计 09 年新增人民币贷款 7.39 万亿元，同比增速 24.4%。其中 4 月份人民币新增贷款即便只有 4000-5000 亿元，其同比增速仍将高达 29%；M1、M2 增速仍将分别达 17%、26%。因此，从 2 季度开始，很可能会出现信贷高增长、低增额的格局。

（2）货币政策转向的可能性不大，但对央行货币政策有可能发生微妙影响。首先，在目前经济尚未出现根本转暖之时，央行不大可能立即实施信贷紧缩政策，但极可能通过窗口指导，要求银行信贷投放回归正常。其次，我们原来预测央行有可能在 2 季度推出二率双降政策，但面对信贷货币的高速增长，央行的这一政策有可能延后甚或取消。

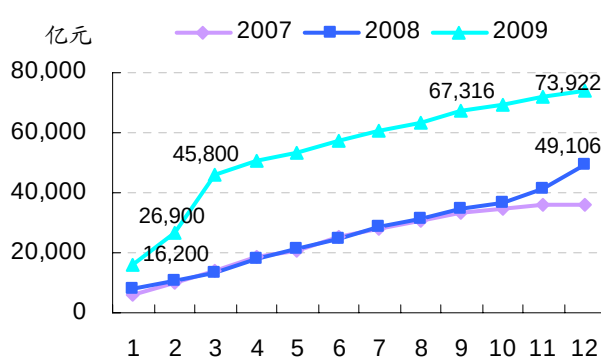
（3）对于新增信贷额的快速回落，市场会有一段适应期，但较短。一方面是新增信贷额的快速回落；另一方面是一般贷款占比回升，经过较短时期的“市场反应”后，市场会逐步适应这一高增速、低增额的信贷格局。

图 15: 09 年人民币贷款增速预测



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 16: 09 年每月累计新增人民币贷款预测



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

3.1.5. 09 年 1 季度以量补价的策略目标基本实现，预计上市银行净利润同比负增长 8%

从 08 年 11 月至今，信贷投放一直处于高速增长的快车道中。08 年 11-12 月新增的 1.25 万亿贷款和 09 年 1 季度新增的 4.58 万亿贷款对 09 年上半年乃至全年的盈利增长都将产生非常正面的支撑作用，银行以量补价的策略目标得以基本实现。

对银行 1 季度业绩判断：拨备前利润在零增长附近，净利润小幅负增长：-8%。由于信贷高速增长，银行业 1 季度基本实现了以量补价的策略目标，因此我们仍

然坚持预测银行业 1 季度拨备前利润在零增长附近。但考虑到银行继续多提拨备，因此 1 季度上市银行净利润小幅负增长（-8%）。不过银行业全年出现正增长的可能性反而上升了，这是因为随后季度的拨备压力会减轻；同时基数下降。

表 3：2009 年 1 季度上市银行净利润预测，同比负增长： -8%

上市银行	2008Q1		2009Q1		EPS
	净利润	预测净利润	预测增速	股本	
工行	33,113	34,802	5.10%	334,019	0.10
中行	21,622	19,460	-10.00%	253,839	0.08
建行	32,129	26,346	-18.00%	233,689	0.11
交行	7,883	7,331	-7.00%	48,994	0.15
招行	6,319	4,739	-25.00%	14,707	0.32
中信	4,190	4,022	-4.00%	39,033	0.10
浦发	2,812	3,037	8.00%	5,661	0.54
民生	2,459	2,606	6.00%	18,823	0.14
兴业	3,088	2,779	-10.00%	5,000	0.56
华夏	822	887	8.00%	4,200	0.21
深发展	1,004	1,105	10.00%	3,105	0.36
南京	410	431	5.00%	1,837	0.23
宁波	338	321	-5.00%	2,500	0.13
北京	1,596	1,675	5.00%	6,228	0.27
合计	117,784	109,541	-7.75%	971,635	0.11

数据来源：国泰君安证券。

3.2. NIM 收窄幅度可能超预期，但 1 季度后有望触底回升

我们选取了招行、深发展、浦发、民生、华夏等 5 家上市时间较长的股份制银行的期末期初余额计算的 NIM 进行了加权平均（图 17），发现 01-06 年利率变动的幅度较小以及存贷款利差水平的相对平稳决定了平均净息差水平变动较小。而在 06-07 年持续的加息周期中，尽管存贷款利差有所降低，但银行主动的资产负债结构的调整和存款活期化使平均净息差水平在 07 年仍保持了升势。

图 17：5 家股份制银行历史平均 NIM

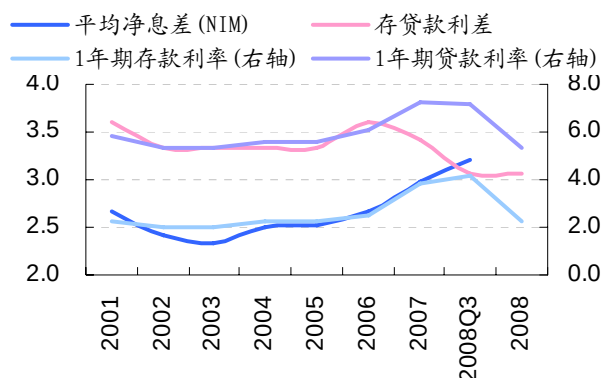
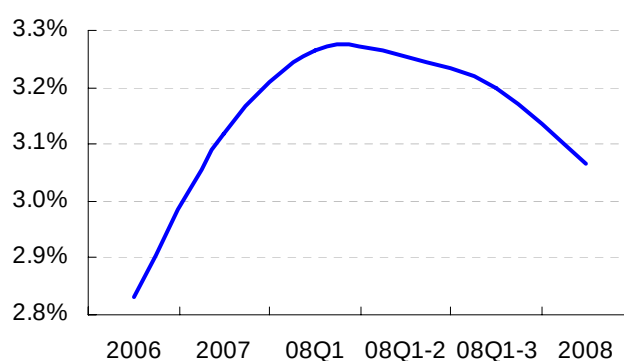


图 18：已公布年报银行 07-08 年 NIM 变动



数据来源: Wind、国泰君安证券。

数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

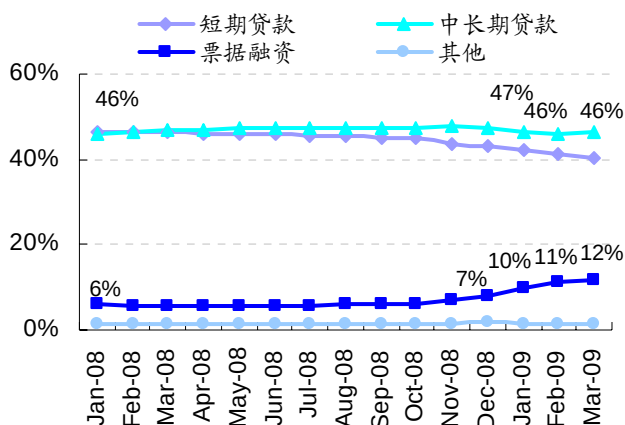
从已经公布年报的 6 家银行（工行、中行、建行、交行、深发展和浦发）的 NIM 来看，加息的滞后效应、银行议价能力的提升使其 NIM 于 08 年 1、2 季度达到高峰，前 3 季度平均净息差水平亦保持高位。但 08 年存款定期化程度的明显加剧、9 月份开始降息及银行贷款议价能力的下降，导致银行各类资产收益率下降，使其 NIM 于第 4 季度大幅下降，全年净息差亦下降至低于 2007 年的水平。

我们认为 09 年 1 季度银行 NIM 的压力除了与 08 年 4 季度相似的几个因素之外，重定价带来的降息滞后效应、房贷利率 7 折优惠政策、09 年前 2 个月新增信贷中低收益率的票据融资占比较高因素都为 NIM 带来了进一步的压力。也使得生息资产的增长能否弥补净息差的下降成为了 1 季度各家银行拨备前利润正负增长分化的主要原因。

从前述分析的 NIM 变动的历史趋势和影响 NIM 变化的主要因素来看，我们认为 1 季度是银行业整体 NIM 压力最大的时期，随后 NIM 将触底回升。主要原因：降息预期减弱、08 年 4 季度降息中存贷款利差保持稳定；3 月份新增票据融资占比大幅减少。我们预计未来票据融资占比仍将保持低水平，总体趋势继续下滑；3 月份存款定期化程度减弱；债券和同业市场利率在 1 季度呈现短端平稳、长端回升；贷存比稳定。

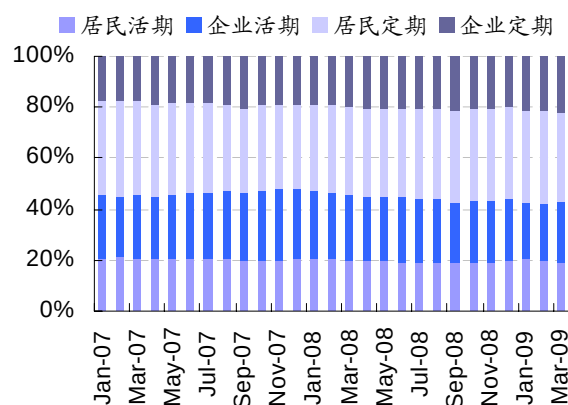
我们预计 09 年全年银行业 NIM 下降的幅度约为 50bp，相关因素的影响见表 3。NIM 下降对净利润影响幅度的分析显示，NIM 每下降 10bp，14 家上市银行净利润下降 6.17%，对单家银行净利润的影响幅度在（-4%—-15%）的区间内。

图 19: 非金融性公司贷款余额的中长期贷款占比稳定



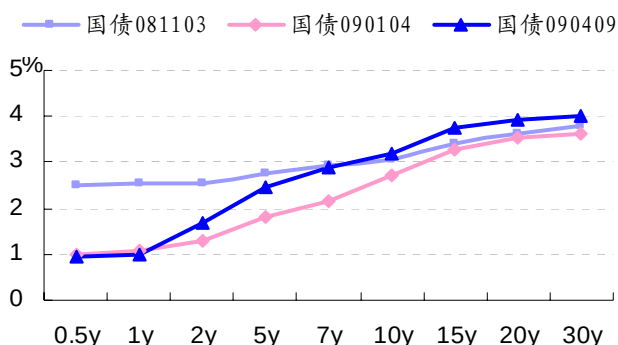
数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

图 20: 3 月份定期存款占比下降



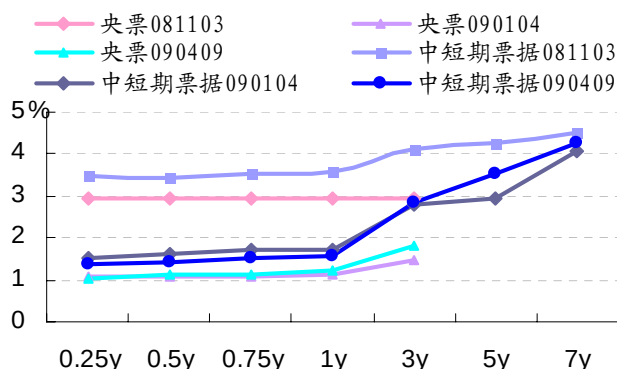
数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

图 21: 银行间市场国债收益率曲线



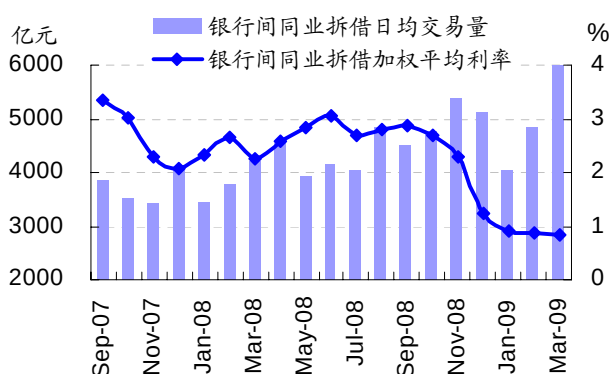
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 22: 银行间市场央票收益率



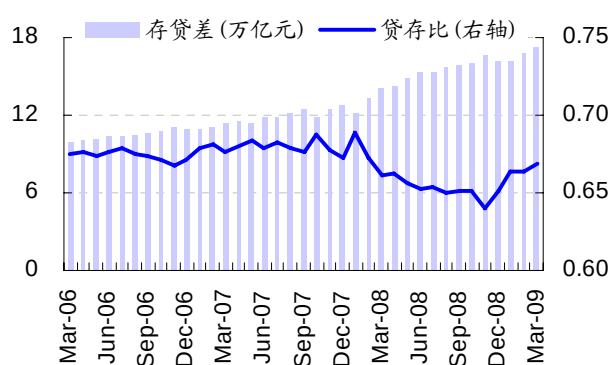
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 23: 银行间同业拆借市场资金和利率



数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 24: 贷存比略有回升



数据来源: Wind、国泰君安证券。

表 4: NIM 收窄幅度预测 (单位: bp)

因素	对 NIM 影响	说明
存款定期化	-3	08 年已进行大半; 定期化中有短期化; 3 月份定期化程度较 2 月下降
存款准备金率下调	--	假定存款准备金率下调 2 个百分点
降息	-24	含直接降息、债券收益率曲线下移、准备金利率下调、按揭贷款利率下浮至 7 折等
议价能力	-23	基准利率基础上的上浮或下浮幅度变化
利率市场化	不确定	基准利率基础下浮幅度扩大到 80%, 09 年可能性不大
合计	-50	

表 5: NIM 下降对净利润影响幅度的分析

	NIM 下降(bp)				
	-50	-40	-30	-20	-10
工行	-40.46%	-29.95%	-20.90%	-13.02%	-6.11%
中行	-50.23%	-36.51%	-25.09%	-15.44%	-7.17%
建行	-36.28%	-27.06%	-19.01%	-11.92%	-5.62%
交行	-40.27%	-29.81%	-20.81%	-12.97%	-6.09%
招行	-28.79%	-21.78%	-15.49%	-9.82%	-4.68%
中信	-36.36%	-27.11%	-19.05%	-11.94%	-5.63%

浦发	-44.76%	-32.87%	-22.78%	-14.11%	-6.59%
民生	-57.00%	-40.93%	-27.85%	-16.99%	-7.83%
兴业	-38.74%	-28.76%	-20.13%	-12.57%	-5.92%
华夏	-160.52%	-97.21%	-58.65%	-32.71%	-14.06%
深发展	-48.26%	-35.21%	-24.27%	-14.97%	-6.96%
南京	-25.61%	-19.49%	-13.94%	-8.88%	-4.25%
宁波	-30.18%	-22.77%	-16.16%	-10.22%	-4.86%
北京	-33.62%	-25.20%	-17.78%	-11.19%	-5.30%
14 家银行平均	-40.99%	-30.30%	-21.13%	-13.16%	-6.17%

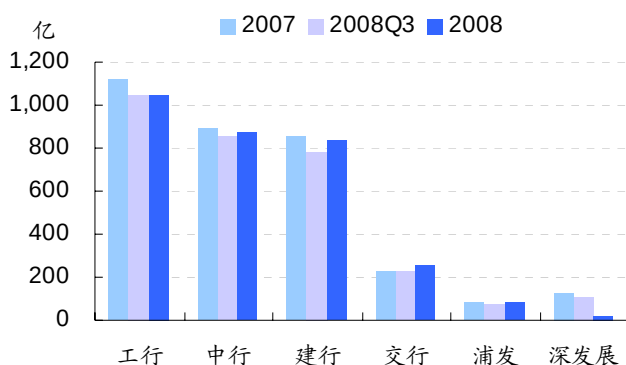
3.3. 资产质量有望好于预期，信贷成本上升压力减轻

经济下行周期中，资产质量恶化的风险在所难免。已公布年报的 6 家银行数据显示，资产质量在 4 季度严峻的经济环境下已有所下滑，表现在多数银行不良贷款余额和不良率环比略有上升，除了进行特别大额核销的深发展，只有工行实现了不良贷款余额和比例的环比微幅双降。

我们原来预测（08 年 12 月份策略报告），09 年银行不良率上升 0.5 个百分点，不良贷款增加近 1 个百分点。目前实际情况好于预期，银监会统计数据显示，09 年 1 季度我国商业银行不良贷款余额和比例继续双降，2009 年 3 月末，我国境内商业银行不良贷款余额 5495 亿元，比年初减少 107.7 亿元；不良贷款率 2.04%，比年初下降 0.38 个百分点。商业银行拨备覆盖率 123.9%，比年初上升 7.5 个百分点。

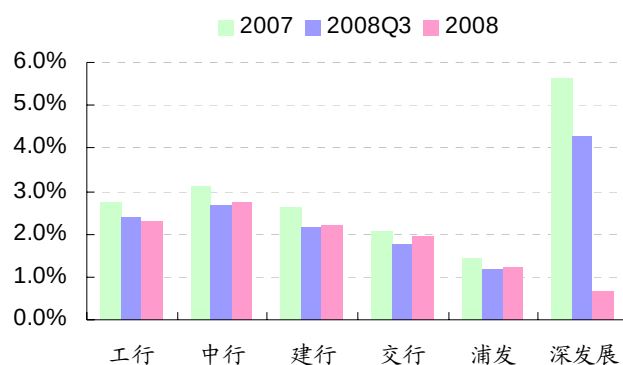
我们认为在目前信贷投放力度大幅增加、政府保经济增长措施力度较大的情况下，只要宏观经济不出现进一步大幅下滑，09 年资产质量风险就不大，银行不良贷款的增加将低于市场之前的普遍预期。无论是应监管层的要求还是处于银行自身风险管理的未雨绸缪，08 年 4 季度上市银行普遍多提拨备（除了拨备覆盖率高达近 200% 的浦发），拨备覆盖率提升明显；相关大行还大量计提了次贷相关的外币债券减值损失。资产减值损失准备的计提虽然对银行 08 年净利润造成了较为明显的侵蚀，但也大幅减轻了 09 年计提拨备的压力，为 09 年业绩的增长打下了基础。

图 25：部分银行不良贷款余额 4 季度环比上升



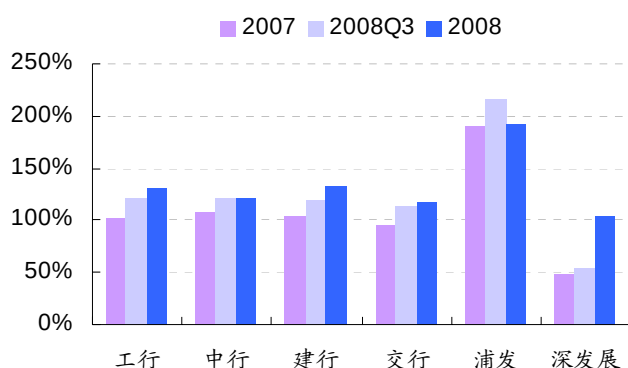
数据来源：公司报表、国泰君安证券。

图 26：部分银行不良率也环比略有上升



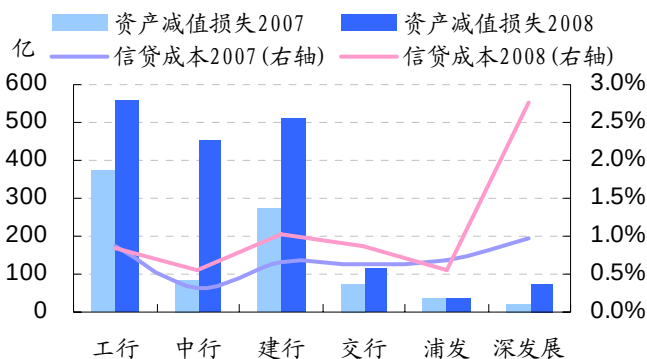
数据来源：公司报表、国泰君安证券。

图 27: 上市银行拨备覆盖率继续提高



数据来源: 公司报表、国泰君安证券。

图 28: 信贷成本提高, 部分大行增提贷款和债券损失准备



数据来源: 公司报表、国泰君安证券。

3.4. 中间业务: 仍将保持一定的增速

我们预测, 09 年银行中间业务和非息净收入增速还将进一步放慢, 但仍将保持 15% 左右的增长。其主要增长源为:

- 基金销售、托管业务的恢复性增长;
- 投资收入: 浮赢兑现等;
- 传统的结算、代理等;
- 银行卡业务和电子银行业务;
- 财务顾问、咨询、承销及其他。

3.5. 预计 09 年银行业全年净利润增长 8%

综合以上分析, 我们预测 09 年上市银行净利润有望实现 8.3% 的正增长。逐季看, 09 年 1 季度为净利润同比增速低谷, 约 -8%。上市银行 2 季度的净利润有望实现零左右的同比增长; 而 3、4 季度将有较为明显的净利润同比正增长。

表 6: 09 年银行业主要盈利驱动因素和净利润增长预测

主要变量	预测或假设
贷款增速	21.6%
平均生息资产增速	21.0%
净利差	收窄 50bp
非利息净收入增速	15%
费用收入比	下降 1.5 个百分点
信贷成本	平稳
有效税率	平稳
净利润增速	8.3%

数据来源: 国泰君安证券。

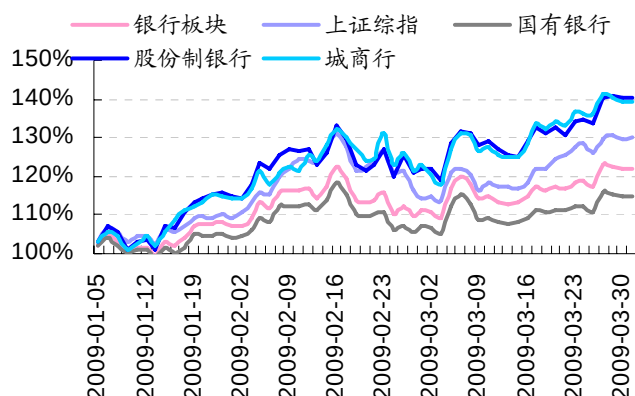
4. 银行股：2 季度仍具相对估值优势，维持增持评级

4.1. 1 季度银行股：基本面预期改善与流动性充足推动估值水平提高

从整个 1 季度看，银行股略输大盘，但股份制银行和城商行明显跑赢上证指数和银行板块指数。在我们推荐重点关注的原股份制银行中，我们给予了增持评级的深发展、浦发和兴业在 1 季度获得了明显超越银行板块和股份制银行指数的收益率。

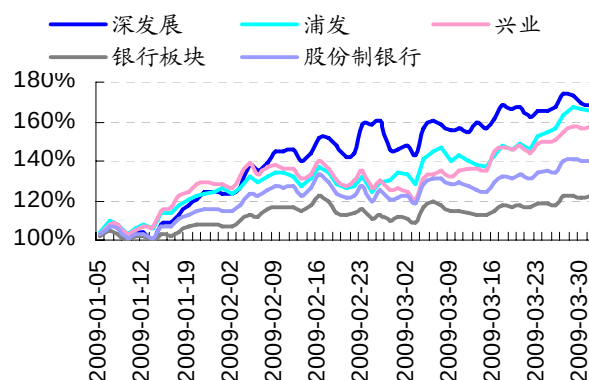
1 季度银行股的上涨，我们认为主要是由于信贷投放超预期和资产质量好于预期等因素导致市场对银行业基本面预期的改善；加上流动性充足推动银行股估值水平提高。

图 29：1 季度银行业与市场指数表现



数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 30：1 季度给予增持评级的银行股市场表现

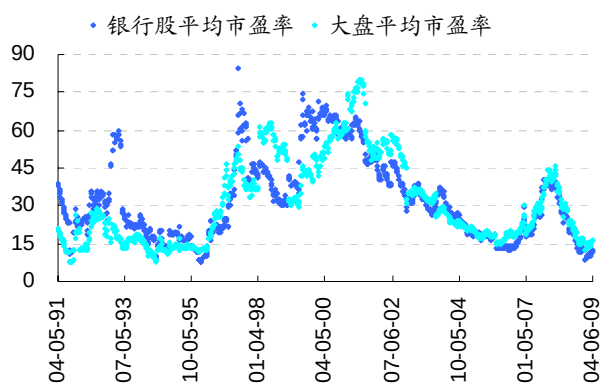


数据来源：Wind、国泰君安证券。

4.2. 目前国内银行股估值水平仍相对较低

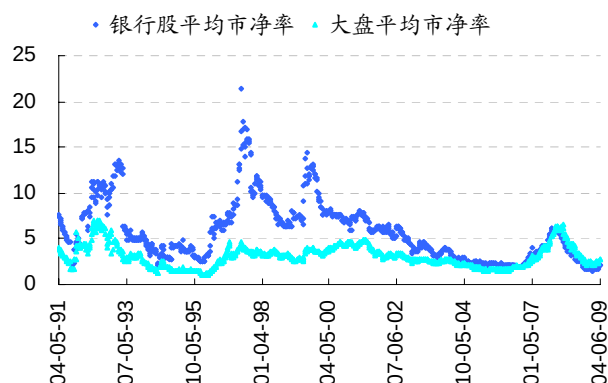
银行股的估值优势体现在三个方面。首先，国内市场横向来看，银行股的 PE 和 PB 都处于市场较低水平，银行股平均 PE 和 PB 与市场平均 PE 和 PB 比值低于 1；其次，纵向看，虽然银行股的 PE 和 PB 相对于大盘 PE 和 PB 的比值与前期低谷相比略有恢复性的提升，但仍低于历史均值；第三，国际市场横向来看，国内银行股板块相对于市场的估值水平高于受金融危机影响较大的香港，但低于其的历史均值，显示国内银行股估值较好的估值优势和安全边际。

图 31: 银行股 PE 和大盘 PE



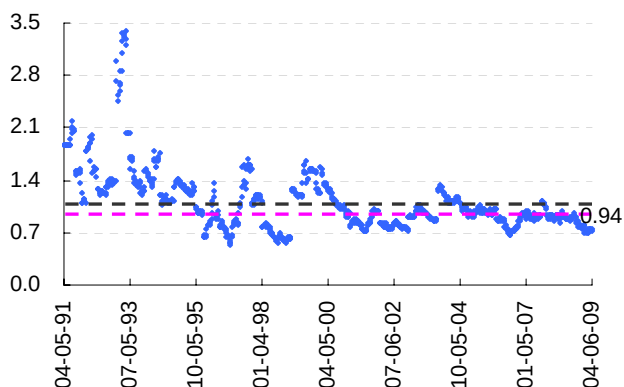
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 32: 银行股 PB 和大盘 PB



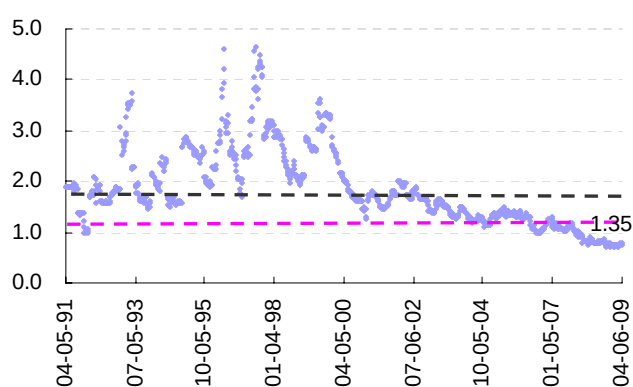
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 33: 银行股 PE 与大盘 PE 之比



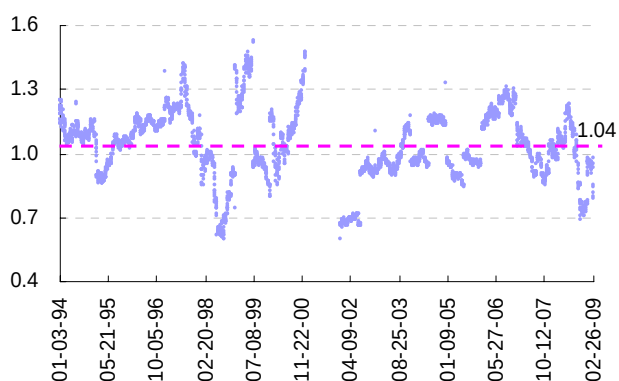
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 34: 银行股 PB 与大盘 PB 之比



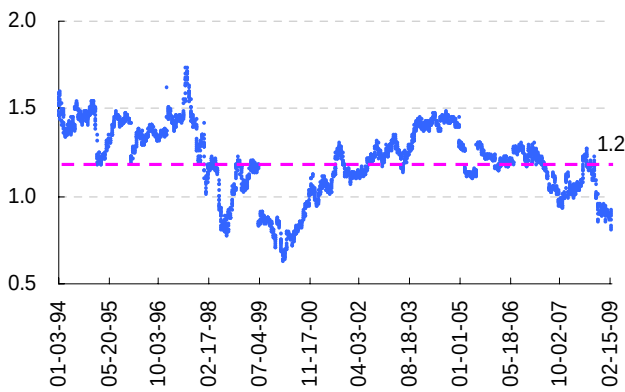
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 35: 香港本地银行股 PE 与大盘 PE 之比



数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 36: 香港本地银行股 PB 与大盘 PB 之比



数据来源: Wind、国泰君安证券。

4.3. 上市银行潜在股息率较高

我国上市银行具有较高的潜在股息率，在工行 45%、其他银行 30% 的分红比例的假设下，多数银行 09 年潜在股息率均明显高于目前 2.25% 的一年期定期存款利率。已公布年报的 4 家大型银行 08 年实际股息率均在 4% 以上。

表 7: 上市银行潜在股息率较高

	分红率假定	09 年潜在股息率	08 年潜在股息率	08 年实际股息率
招行	30.00%	2.91%	3.78%	n.a.
浦发	30.00%	3.26%	5.01%	1.74%
民生	30.00%	2.97%	3.98%	n.a.
华夏	30.00%	2.17%	3.01%	n.a.
深发展	30.00%	3.02%	0.63%	0.27%
兴业	30.00%	3.14%	4.73%	n.a.
中信	30.00%	2.36%	2.88%	n.a.
交行	30.00%	2.75%	3.67%	4.22%
中行	30.00%	2.43%	2.53%	4.38%
工行	45.00%	3.89%	4.22%	4.66%
建行	30.00%	2.58%	3.10%	5.07%
南京	30.00%	2.13%	2.93%	n.a.
宁波	30.00%	1.80%	2.40%	n.a.
北京	30.00%	2.35%	2.87%	n.a.

注: 08 年实际股息率按照银行 08 年年报公布的数据及年底股价计算。华夏、南京和宁波银行分别在 32%、32%和 38%的分红率假定下, 09 年潜在股息率(按 4.10 日股价)也高于 1 年期定期存款利率。

4.4. 流动性进一步充足

09 年 3 月份, 贸易顺差反弹至 185.6 亿美元; 随着进出口贸易有所转好, 2 季度贸易顺差将保持较高的水平。

09 年 1 季度央行实现公开市场净投放; 2 季度共有 9510 万亿央票和 7100 亿正回购到期, 央行较低的公开市场操作水平, 将使流动性保持充裕。

流动性进一步增加后, 货币需要选择新的投资去向, 银行股估值水平明显偏低, 且市值较大, 适合大资金运作。

4.5. 2 季度维持银行股增持评级

综合行业盈利前景、资产质量、估值水平和宏观经济基本面的情况, 我们在 2 季度维持对银行股的增持评级。

5. 2 季度银行股选股思路: 盈利能力+业绩增长的确定性

建议关注盈利能力和业绩增长确定性较强的个股, 较好的盈利能力体现在各项业务的综合水平和股东回报; 业绩增长的确定性体现在 09 年 1 季度和全年净利润增长的水平。维持深发展、浦发、兴业和交行的增持评级, 提升工行评级至增持。短期建议重点关注 1 季度净利润正增长的深发展、浦发、工行、南京和民生银行。

5.1. 深发展：维持增持评级

- (1) 公司虽然在目前项目贷款主导的信贷大潮中没有传统优势，但正在努力争取基建项目机会；09年以来贸易融资的恢复性增长也有助于推动一般性贷款增长；
- (2) 公司风险控制能力较强，05年以后发放的贷款质量较好，已核销的94亿元不良贷款未来逐步回收后放入拨备将大大减轻公司未来拨备压力，降低信贷成本；
- (3) 业务和产品创新能力领先，业务特色突出；
- (4) 09年净息差收窄压力相对较小，预计收窄40个基点左右；
- (5) 并购题材带来估值溢价；
- (6) 预测深发展09年第一季度净利润同比增长10%、09年ROE预计为23.91%。

5.2. 浦发银行：维持增持评级

- (1) 对公业务在同业中具有明显优势，在目前基建项目占据新增一般性贷款主导地位的形式下，生息资产规模将保持较快增长，可以基本弥补净息差的下降；
- (2) 拨备覆盖率处于同业较高水平，经营风格保守、风险抵御能力强；
- (3) 未来定向增发方案的实施将提高其核心资本充足率，为业务扩张提供保证；
- (4) 除了净利息收入有望正增长外，09年其非息收入仍有上升空间，同时信贷成本和费用收入比将小幅下降，预计09年全年及1季度净利润均将保持正增长，09年全年净利润将增长9.3%，09年ROE预计为24.85%。

5.3. 工商银行：提升评级至增持

- (1) 作为国有大行，使其具有拿到政府相关背景项目贷款的先天优势，3月份后信贷增长明显加快，同时净息差收窄的压力低于行业平均水平；
- (2) 经营风格稳健，贷款和外币债券的拨备均较为充分；
- (3) 规模优势使其零售业务发展和费用收入比下降存在空间；短期融资券承销等中间业务发展良好；
- (4) 高盛关于其所持工行股份的80%禁售期推迟一年有助于减轻股价压力；
- (5) 预计09年工行净利润增长6.3%，1季度业绩也可能实现正增长，09年预计ROE为17.73%。

5.4. 南京银行：维持谨慎增持评级

- (1) 地方政府背景有助于其获得较多的项目贷款，实现规模扩张；
- (2) 信贷结构较优，资产质量相对较好；
- (3) 债券业务优势明显；

5.5. 兴业银行：维持增持评级

- (1) 09年净息差收窄的压力相对不大，福建省财政厅的股东背景有助于其获得较多的政府项目贷款，净利息收入增长可期；
- (2) 同业和零售业务等方面的运营和创新能力较好；
- (3) 在经济下行期市场对其房地产相关贷款的担心使其股价跌幅最大，一旦保经济成功，对风险担忧减缓，其股价反弹的力度也将较大，前期的市场表现也证明了这一点，且目前的估值仍具有优势；
- (4) 但1季度其净息差收窄的压力较大，净利润可能负增长：-10%。

5.6. 交通银行：维持增持评级

- (1) 风险控制能力有明显提高;
- (2) 09 年以来信贷投放力度加大, 预计生息资产的快速增长有望弥补约 50bp 的 NIM 下降, 全年净利润有望增长 8.5%, 09 年 ROE 预计为 17.94%;
- (3) 不过, 09 年 1 季度净息差压力较大, 1 季度净利润可能负增长: -7%。

6. 风险因素:

银行业与宏观经济的密切相关、以及经济基本面仍存在不确定性决定了 2 季度银行股走势的风险主要来自于国内经济复苏过程中的反复和海外金融危机深化带来的风险。

表 8: 上市银行估值水平比较

	市盈率 PE			市净率 PB			2007			2007		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	股价 元	总股本 百万股	流通股 百万股	不良率 %	覆盖率 %	资本充足率 %
招行 A	15.4	10.4	10.2	3.45	2.71	2.28	15.95	14,705	7,244	1.54	180.4	10.67
浦发	22.7	10.0	9.1	4.41	2.99	2.27	22.03	0	3,538	1.46	191.1	9.15
民生	17.1	10.6	10.3	2.16	1.82	1.57	5.75	14,479	12,099	1.22	113.1	10.73
华夏	21.8	14.9	14.2	3.51	1.98	1.79	10.91	4,200	1,687	2.25	109.3	8.27
深发展	17.9	80.3	9.5	3.64	3.01	2.28	15.88	2,293	1,757	5.62	48.6	5.77
兴业	13.3	10.0	9.4	2.95	2.33	1.94	22.92	5,000	3,980	1.15	155.2	11.73
中信	23.1	13.2	12.9	2.27	1.98	1.78	4.90	39,033	1,785	1.48	110.0	15.27
交行 A	16.3	11.8	10.8	2.60	2.30	1.94	6.82	48,994	2,233	2.05	95.6	14.44
平均	18.4	13.2	11.3	2.61	2.20	1.89						
中行 A	15.9	14.1	12.4	2.10	1.91	1.65	3.52	253,839	6,494	3.12	108.2	13.34
工行 A	16.9	12.4	11.7	2.55	2.28	2.06	4.11	334,019	12,065	2.74	103.5	13.09
建行 A	15.1	11.3	11.5	2.49	2.25	2.07	4.47	233,689	9,000	2.60	104.4	12.58
平均	16.46	13.11	11.99	2.36	2.12	1.89						
南京	25.4	15.4	14.0	2.33	2.07	1.89	12.59	1,837	630	1.79	146.9	30.95
宁波	25.7	18.0	16.7	3.05	2.71	2.47	9.78	2,500	450	0.36	359.9	21.00
北京	22.5	14.2	12.5	2.83	2.42	2.09	12.12	6,228	1,200	2.06	119.9	20.11
平均	25.59	16.88	15.60	2.74	2.44	2.22						
招行 H	12.6	8.5	8.3	2.82	2.22	1.87	13.04					
交行 H	13.1	9.4	8.7	2.09	1.84	1.56	5.46					
中行 H	11.2	9.9	8.7	1.48	1.34	1.16	2.47					
工行 H	16.2	11.9	11.2	2.44	2.18	1.97	3.93					
建行 H	14.0	10.4	10.6	2.30	2.08	1.92	4.14					
中信 H	12.8	7.3	7.1	1.26	1.10	0.99	2.72					

	每股收益 (EPS, 元)			每股净资产 (BVPS, 元)			净资产收益率%			总资产收益率%		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
招行	1.037	1.534	1.566	4.623	5.878	6.984	22.42	26.11	22.43	1.16	1.44	1.45
浦发	1.263	2.211	2.416	6.498	7.36	9.72	19.43	30.03	24.85	0.60	0.96	0.81
民生	0.438	0.540	0.559	3.466	3.152	3.662	12.62	17.14	15.26	0.69	0.93	0.82
华夏	0.500	0.730	0.766	3.108	5.502	6.099	16.09	13.27	12.55	0.35	0.52	0.46
深发展	1.155	0.198	1.667	5.671	5.281	6.971	20.37	3.74	23.91	0.75	0.13	0.87
兴业	1.717	2.300	2.427	7.779	9.84	11.84	22.07	23.38	20.51	1.01	1.12	1.00
中信	0.212	0.370	0.381	2.156	2.473	2.761	9.85	14.98	13.81	0.82	1.19	1.03
平均	0.542	0.751	0.818	3.353	3.926	4.570	17.85	21.44	19.47	0.81	1.02	0.98
交行	0.419	0.580	0.629	2.620	2.964	3.509	15.98	19.57	17.94	0.98	1.06	0.94
中行	0.222	0.250	0.283	1.673	1.845	2.129	13.24	13.57	13.31	0.94	0.91	0.89
工行	0.243	0.332	0.352	1.614	1.806	1.992	15.08	18.36	17.69	0.94	1.14	1.05
建行	0.295	0.396	0.389	1.796	1.987	2.158	16.40	19.87	17.97	1.05	1.23	1.02
南京	0.495	0.819	0.897	5.413	6.095	6.678	9.15	13.44	13.43	1.20	1.63	1.52
宁波	0.380	0.544	0.584	3.209	3.607	3.966	11.86	15.07	14.72	1.26	1.44	1.27
北京	0.538	0.853	0.968	4.282	5.015	5.793	12.56	17.00	16.72	0.95	1.23	1.14

注：招行、交行、中信、建行、中行、工行H股价按1: 0.88的汇率折算为人民币。资料来源：国泰君安证券。

作者简介:**伍永刚:**

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行业研究。

王丽雯:

2008年7月毕业于北京大学光华管理学院金融系，获经济学硕士，现为银行业研究助理。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com

文件名: 银行业 09 年 2 季度投资策略 0904~1
目录: C:\Documents and Settings\LH\桌面
模板: C:\Documents and Settings\LH\Application
Data\Microsoft\Templates\Normal.dot
标题:
主题:
作者: sinittek
关键词:
备注:
创建日期: 2009-4-7 17:02:00
修订号: 256
上次保存日期: 2009-4-20 10:21:00
上次保存者: MC SYSTEM
编辑时间总计: 6,528 分钟
上次打印时间: 2009-4-20 10:23:00
打印最终结果
 页数: 23
 字数: 3,700 (约)
 字符数: 21,090 (约)