

净利息收益率仍未见底

银行业 2008 年及 2009 年 1 季报综述

银行业

评级: 中性 (维持)

跟踪报告

2009 年 5 月 6 日 星期三

李文

010-66216231-816

liwen@longone.com.cn

联系人: 顾颖

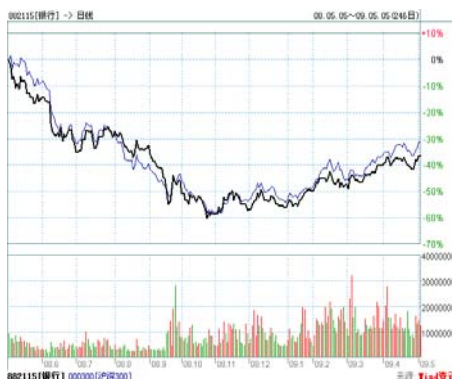
021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	7.34	1.25
3 个月	20.21	-6.57
6 个月	44.45	-16.78

行业相对沪深 300 指数走势图



相关报告:

- 1.《银行业月度运行报告 2009 年 1 月》
2009.1.15
- 2.《贷款增长难抵资产收益率下降》
2009.2.5
- 3.《银行业月度运行报告 2009 年 2 月》
2009.2.27
- 4.《银行业月度运行报告 2009 年 3 月》
2009.3.23
- 5.《银行业月度运行报告 2009 年 4 月》
2009.4.14

投资要点

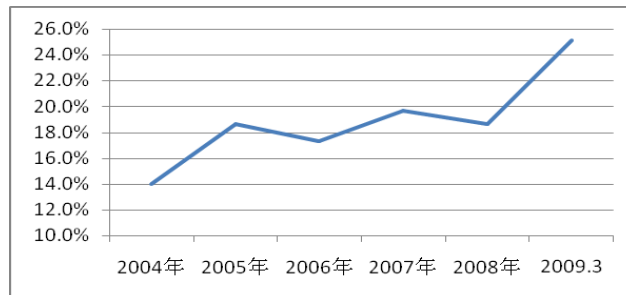
- 2009 年 1 季度, 银行业资产保持高速增长势头。但各类资产的收益率下降抵消了规模的扩张, 无论同比还是环比, 净利息收入及营业收入均表现为负增长。
- 2008 年, 14 家上市银行合计实现营业收入 11280.05 亿元, 同比增长 25.78%, 净利润达到 3753.29 亿元, 增长 30.46%。
- 按季度环比衡量, 上市银行营业收入增速从 2008 年第一季度开始回落, 并且从第三季度开始已连续三个季度负增长。而净利息收入增速的走势大体相同, 并从第四季度开始已连续两个季度负增长。
- 净利息收入负增长的主要原因是净利息收益率出现了显著的回落, 2008 年, 各上市银行平均的生息资产收益率为 3.06%, 2009 年 1 季度下降了 0.64 个百分点, 减少到 2.42%。
- 目前银行的资产负债重新定价正在进行中, 基本趋势是净利息收益率等指标将小幅收窄, 大约在第三季度末至第四季度, 上市银行的净利息收益率基本见底。
- 近年来, 银行的收支结构发生了积极的变化, 包括中间业务收入快速增长, 成本/收入比下降等。
- 在风险方面, 不良贷款余额和比率均有所下降, 而拨备覆盖率则在上升, 抗风险能力进一步提高。
- 2008 年下半年, 各银行由于加大了呆帐准备计提力度, 信贷成本开始上升, 预期这种情况还将持续一段时间。
- 行业评级: 中性 (维持)

1. 影响银行业盈利的基本因素

1.1 银行业资产创新高

2008年9月之前，中国货币政策延续从紧的态势，从9月开始转向宽松。2009年的主基调仍是宽松。宽松的货币政策的主要政策工具之一就是增大货币供应量。表现在银行的资产负债表上，就是资产负债的迅猛扩张。2009年第一季度，中国银行业资产增速达到了25.1%。显著高于前几年，尽管前几年的增速偏高。

图1 中国银行业资产增长趋势



资料来源：中国银监会

一般地，商业银行类公司资产的97-98%都是生息资产。但资产或生息资产的高速增长能否转化为净利息收入（营业收入的80-90%左右来源于净利息收入），取决于净利息收益率的变化。

1.2 银行各类资产收益率显著回落

由于2009年第四季度，央行连续下调了基准存贷款利率。根据我们的分析，这种调整显著地降低了商业银行的存贷款利差。特别地，表1中的贷款利率并不包括票据，如考虑在内，那么对应的贷款和垫款收益率将被进一步拉低。

表1 平均存贷款利率及其利差

	平均存款利率	一年期贷款利率	一年期贷款利率与平均存款利率之差	六个月贷款利率	六个月贷款利率与平均存款利率之差
2006年	1.51%	5.86%	4.35%	5.41%	3.90%
2007年	1.85%	6.72%	4.87%	5.99%	4.14%
2008年	2.24%	7.17%	4.93%	6.33%	4.09%
2008年1季度	2.37%	7.47%	5.10%	6.57%	4.20%
2008年4季度	1.82%	6.34%	4.52%	5.68%	3.86%
2009年1季度	1.29%	5.31%	4.02%	4.86%	3.57%
09年1季度/08年1季度	54.43%	71.08%	78.82%	73.97%	85.00%
09年1季度/08年4季度	70.88%	83.75%	88.94%	85.56%	92.49%

资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

受基准存贷款利率的影响, 银行其他主要生息资产的收益率出现了更大幅度的回落。如 2009 年一季度三年期政策性金融债券收益率只相当于 2008 年同期的 39.15%, 相当于 2008 年四季度的 69.43%。包含国债、中央银行票据、短期融资券、企业中短期及中长期债券在内的收益率的走势基本类似。贷款、债券之外的资产, 如同业拆借、质押回购等的利率也不例外。

表 2 政策性固定利率金融债券收益率 %

	1 年期	2 年期	3 年期	5 年期	7 年期
2007 年	3.38	3.61	3.79	4.06	4.23
2008 年	3.79	4.01	4.17	4.36	4.52
2008 年 1 季度	4.19	4.51	4.70	4.91	5.02
2008 年第 4 季度	2.51	2.58	2.65	2.92	3.21
2009 年 1 季度	1.26	1.64	1.84	2.65	3.20
09 年 1 季度/08 年 1 季度	30.07%	36.36%	39.15%	53.97%	63.75%
09 年 1 季度/08 年 4 季度	50.20%	63.57%	69.43%	90.75%	99.69%

资料来源: WIND, 东海证券研究所

2. 上市银行整体的利润情况

2008 年, 14 家上市银行合计实现营业收入 11280.05 亿元, 同比增长 25.78%; 其中, 净利息收入 9191.90 亿元, 占营业收入的比重高达 81.49%, 增长 17.32%; 营业支出 4419.34 亿元, 增长 15.52%, 比营业收入增速低 10.27 个百分点; 拨备前利润 4827.84 亿元, 增长 33.42%; 由于加大了拨备支出力度, 税前利润 4864.48 亿元, 增长 16.81%; 由于所得税因素, 净利润达到 3753.29 亿元, 增长 30.46%。

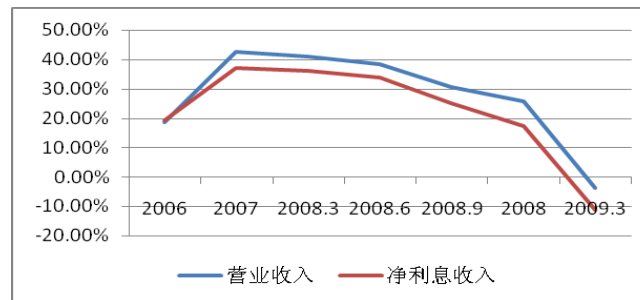
表 3 上市银行主要营业收支项目同比增长

	2006	2007	2008.3	2008.6	2008.9	2008	2009.3
营业收入	18.71%	42.44%	40.89%	38.26%	30.48%	25.78%	-3.68%
净利息收入	19.05%	36.99%	36.17%	33.88%	24.99%	17.32%	-11.18%
营业支出	16.61%	37.34%	31.79%	30.05%	24.40%	15.52%	-3.17%
拨备前利润	20.44%	46.48%	46.60%	43.36%	34.29%	33.42%	-3.96%
税前利润	21.86%	57.60%	59.36%	43.44%	31.11%	16.81%	-9.61%
净利润	25.51%	57.20%	94.80%	66.83%	50.36%	30.46%	-8.89%

资料来源: 各银行定期报告, 东海证券研究所

按同比衡量, 从 2008 年下半年开始, 上市银行业绩增速逐步回落, 2009 年 1 季度则出现了负增长。该季度, 营业收入下降 3.68%, 其中的净利息收入下降了 11.18%, 净利润下降 8.89%。

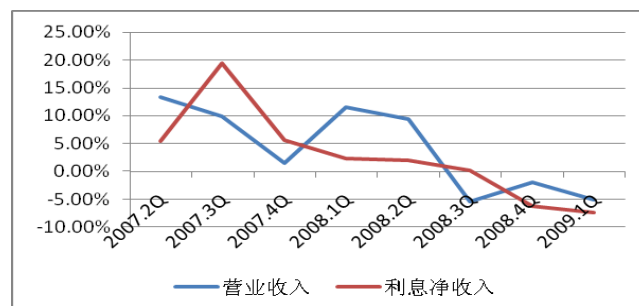
图2 上市银行收入同比增长趋势



资料来源：各银行定期报告，东海证券研究所

按季度环比衡量，上市银行营业收入增速从2008年第一季度开始就处于回落之中，并且从第三季度开始已连续三个季度负增长。而净利息收入增速的走势大体相同，并从第四季度开始已连续两个季度负增长。其中，2008年第四季度和2009年第一季度，分别负增长6.20%、7.42%。

图3 上市银行收入环比增长趋势



资料来源：各银行定期报告，东海证券研究所

3. 主要资产重新定价压低净利息收益率

与2008年相比，2009年1季度的净利息收益率已显著回落。2008年，各上市银行平均的生息资产收益率为3.06%，2009年1季度下降了0.64个百分点，减少到2.42%。2009年1季度只相当于2008年的78.99%。由于净利息收益率显著回落，银行资产虽然高速增长，但难以弥补前者的回落对净利息收入及营业收入带来的负面影响。

净利息收益率回落幅度较大的银行分别是：浦发银行、中国银行、招商银行、华夏银行、交通银行。而回落幅度较小的银行分别是：宁波银行、深发展、南京银行、工商银行。

表 4 净利息收益率显著回落

	2008	2009. 3	下降幅度 bp	2009. 3/2008
工商银行	2.95%	2.43%	0.52	82.37%
建设银行	3.24%	2.58%	0.66	79.63%
中国银行	2.89%	2.08%	0.81	71.97%
交通银行	3.01%	2.25%	0.76	74.75%
招商银行	3.43%	2.47%	0.96	72.01%
中信银行	3.33%	2.48%	0.85	74.47%
浦发银行	3.05%	2.08%	0.97	68.20%
民生银行	3.15%	2.50%	0.65	79.37%
兴业银行	2.85%	2.27%	0.58	79.65%
华夏银行	2.49%	1.85%	0.64	74.30%
深发展	3.02%	2.70%	0.32	89.40%
北京银行	2.91%	2.37%	0.54	81.44%
南京银行	3.15%	2.66%	0.49	84.44%
宁波银行	3.40%	3.19%	0.21	93.82%
平均	3.06%	2.42%	0.64	78.99%

资料来源：各银行定期报告，东海证券研究所

表 5 主要资产负债重新定价情况（从 2008 年底开始）

	贷款		存款		债券	
	3 个月内	3 个月-1 年	3 个月内	3 个月-1 年	3 个月内	3 个月-1 年
工商银行	33.93%	66.07%	65.44%	25.52%	8.16%	15.67%
建设银行	45.48%	52.72%	69.99%	23.16%	4.62%	46.70%
中国银行	42.35%	56.10%	68.83%	23.32%	20.10%	23.45%
交通银行	57.58%	38.97%	94.82%	5.11%	13.06%	26.42%
招商银行	64.77%	32.37%	75.86%	19.04%	22.71%	39.90%
中信银行	68.53%	30.29%	73.84%	22.22%	27.73%	42.89%
民生银行	85.05%	13.38%	67.92%	21.08%	9.65%	19.85%
兴业银行	61.58%	35.58%	74.91%	21.44%	6.53%	47.16%
华夏银行	27.25%	72.75%	68.70%	26.55%	14.77%	15.37%
深发展	48.38%	49.24%	66.58%	23.90%	8.44%	42.21%
北京银行	25.53%	74.07%	79.13%	15.45%	12.89%	40.59%
南京银行	65.32%	26.94%	66.27%	30.05%	2.35%	15.49%
宁波银行	22.01%	73.50%	58.60%	13.38%	0.53%	15.93%

资料来源：各银行定期报告，东海证券研究所

招商银行净利息收益率的主要原因，一是与 2008 年底比较，其 2009 年 1 季度总资产增速快，达到 14.57%（位列第四），而这些资产只能接受更低的收益率。二是其贷款和债券在一季度重新定价的比例均处于较高位置。

宁波银行一季度净利息收益率最好的原因是，在全部上市银行中，贷款和

债券重新定价的比重均保持最低水平，远远低于其他上市银行。

南京银行也保持着良好的净利息收益率，主要原因是，在全部上市银行中，其债券比重最高，2008 年底债券资产占全部生息资产的比重为 36.61%，而债券的期限较长，一季度重新定价的比例只有 2.35%。这两个因素基本保证了南京银行一季度的净利息收益率。

作为国内最大的银行，工商银行一季度的净利息收益率表现良好。其原因同样是其贷款和债券重新定价的比重虽不是最低，但基本在最低之列。

4. 净利息收益率尚未触底

2008 年第四季度，基准利率连续下调，银行各类资产收益率全面走低。进入 2009 年，截止 2008 年底的资产负债存量将陆续重新定价，而新增的资产负债则从一开始就接受了新的、较低的利率。

根据我们的统计，从 2008 年底开始，上市银行未来 3 个月内、未来 3 个月至 1 年内，贷款重新定价的平均比例依次为 49.83%和 47.84%，也就是说，一季度已有近半数的贷款完成了重新定价，2009 年底之前基本全部完成重新定价。在上述期间，存款重新定价的比例分别为 71.61%和 20.79%，债券重新定价的比例分别为 11.66%、30.13%。

相对而言，初期存款重新定价速度更快，随着时间的流逝，贷款重新定价的速度加快，而存款重新定价速度减慢。这一过程就相当于平均贷款收益率下行加快，而平均存款利率下行速度减缓。结果是净利差或净利息收益率逐渐收窄。

综合估计，我们认为基于目前的基准利率及市场利率结构，大约在第三季度末至第四季度，上市银行的净利息收益率基本见底。在此之前，净利息收益率大体处于探底的过程之中，其变化幅度越来越小。

在净利息收益率探底的过程中，指望生息资产规模扩张对净利息收入及营业收入增长有较大贡献，或者是不可能的，如第一季度净利息收入和营业收入的同比和环比均为负增长；或者贡献甚微。

5. 营业收支结构逐步优化

国内上市银行营业收入高度依赖于利息收入，特别是贷款利息收入。而贷款扩张不仅消耗资本，还有可能增大不良资产。近年来，上市银行净利息收入占营业收入的比重逐渐降低，2008 年度下降到 81.49%，而中间业务收入占比（手续费和佣金净收入/营业收入）则逐步提高，这主要得益于手续费和佣金净收入的高速增长。随着中间业务收入增速的加快和占比的提高，净利息收入

对营业收入的影响也在缓慢弱化。

表 6 汇总利润表主要数据

	2005	2006	2007	2008	2009.3
利息净收入/营业收入	90.58%	90.84%	87.37%	81.49%	77.78%
手续费和佣金净收入/营业收入	6.37%	8.51%	12.87%	13.62%	16.85%
业务及管理费/营业收入	39.16%	38.08%	36.66%	31.80%	29.71%
营业支出/营业收入	45.04%	44.24%	42.66%	39.18%	36.27%
资产减值损失/营业收入	14.18%	14.27%	11.25%	18.02%	10.19%
净利息收入增长		19.05%	36.99%	17.32%	-11.18%
手续费及佣金净收入增长		58.46%	115.54%	33.11%	11.26%
营业收入增长		18.71%	42.44%	25.78%	-3.68%
营业支出增长		16.61%	37.34%	15.52%	-3.18%

资料来源：各银行定期报告，东海证券研究所

营业支出增速低于营业收入增速是结构优化的另一个标志。2005 年以来（不含 2009 年 1 季度），营业支出增速一直低于营业收入增速，这使得营业支出占营业收入的比重在逐步下降，其中的成本/收入比（业务及管理费/营业收入）表现出了下降趋势，这使营业收入能更多地转化为利润。

6. 不良率下降，拨备覆盖率上升

2008 年底，上市银行不良贷款余额 3530.88 亿元，较 2007 年底减少 169 亿元，但经济减速的负面影响已经显现，2008 年下半年扣除核销后，不良贷款仍然增加了 32.75 亿元。

随着不良贷款的减少及资产规模的扩大，不良贷款率稳步回落。2007 年底、2008 年 6 月底及 2008 年底，上市银行平均的不良贷款率分别为 2.10%、1.82%、1.53%。银行资产质量出现了较显著的好转，但接下来可能要经受新的考验。

由于加大了拨备计提的力度，上市银行整体的拨备覆盖率继续提高。2008 年底为 157.17%，较 2007 年底提高了 18.19 个百分点。

不良率下降和拨备覆盖率上升有助于银行抵抗未来可能发生的风险，有利于保持业绩的稳定性。但个别拨备覆盖率不太高或未达到监管要求的银行，如深发展（105.14%）、交通银行（117.10%）、中国银行（121.72%）未来要面对增加拨备的压力。

7. 信贷成本开始上升

2005-2008 年，上市银行总体的信贷成本分别为 0.82%、0.84%、0.62%、1.05%。信贷成本上升主要反映了经济下行和监管政策变化的影响。预期未来

一段时间，信贷成本仍将维持在较高的水平。

8. 估值及投资评级

按 2009 年业绩，目前多数银行股的估值基本在合理区间。在维持行业“中性”评级的同时，我们对多数银行股给予“增持”评级。

表 7 银行股估值情况

	EPS			B			股价	估值		投资
	2008	2009	2010	2008	2009	2010		P/E	P/B	
工商银行	0.33	0.29	0.36	1.81	2.10	2.46	4.21	14.52	2.00	增持
建设银行	0.40	0.35	0.44	1.99	2.34	2.78	4.50	12.86	1.92	增持
中国银行	0.25	0.22	0.28	1.84	2.06	2.34	3.55	16.14	1.72	中性
交通银行	0.58	0.52	0.71	2.96	3.48	4.19	6.93	13.33	1.99	增持
招商银行	1.43	1.34	1.80	5.41	6.75	8.55	16.16	12.06	2.39	增持
中信银行	0.34	0.34	0.46	2.44	2.78	3.24	4.96	14.59	1.78	增持
浦发银行	2.21	2.30	2.88	7.36	9.66	12.54	23.82	10.36	2.47	增持
民生银行	0.42	0.45	0.50	2.86	3.31	3.81	5.76	12.80	1.74	中性
兴业银行	2.28	2.17	2.86	9.80	11.97	14.83	25.62	11.81	2.14	增持
华夏银行	0.70	0.65	0.89	5.49	6.14	7.03	10.21	15.71	1.66	中性
深发展	0.20	1.22	1.71	5.28	6.50	8.21	16.78	13.75	2.58	增持
北京银行	0.87	0.87	1.18	5.43	6.30	7.48	12.54	14.41	1.99	增持
南京银行	0.79	0.77	1.03	6.15	6.92	7.95	13.16	17.09	1.90	增持
宁波银行	0.53	0.50	0.65	3.52	4.02	4.67	9.85	19.70	2.45	增持

资料来源：各银行定期报告，东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 李文, 毕业于中国人民大学财政金融学院, 博士, 具有 3 年银行工作经历和 7 年证券分析经历

跟踪范围: 内地银行股

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122