

银行行业

2009年6月15日

行业研究

行业专题

跟踪评级：提高评级 推荐-A

银行业：“经济复苏+ 相对估值优势”决定投资价值

核心观点：**1. 信贷高增长保驾护航 息差见底将成盈利改善拐点**

从主导银行业绩的三大因素信贷增长、息差、信贷成本来看，09年银行无疑经历冰火两重天的历练。一方面是息差的剧降，一方面是前所未有的信贷扩张。这种价与量的矛盾在一季度进行了剧烈的对冲，使得一季度成为银行经营压力最大的时期。二季度，随着大规模信贷投放的效应逐步显现，息差环比小幅下滑的负面影响将明显弱化，对银行业绩具有决定性影响的净息收入将出现环比增长。与此同时，随着经济的复苏和资本市场的回暖，银行的中间业务重获增长动力，资产质量则继续保持稳定，因此未来几个季度银行的盈利水平将较呈现逐步改善的趋势。

2. 09年实现平稳着陆 经济复苏点亮10年业绩预期

09年上市银行净利润整体有望实现7%的增长，这主要得益于信贷增长的驱动。对于2010年，我们持谨慎乐观态度。在09年超常高增长的基础上，信贷增速虽会出现一定幅度回落，但仍可能保持15%-20%的增长。由于进一步降息的可能性较小，息差有望稳中趋升，而经济复苏又将推动融资和金融服务需求的增长，银行的资产质量有望平稳渡过经济调整期，我们预计2010年上市银行的盈利增速有望升至14%左右。

3. 下半年银行板块的投资主题“经济复苏+ 相对估值优势”

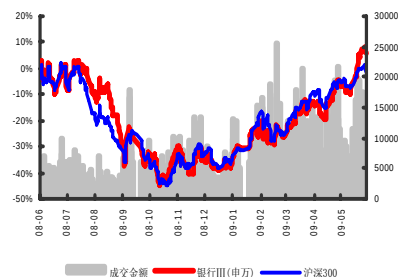
经济复苏从朦胧到明朗是支撑银行业基本面好转的最重要因素。目前，中国经济已经率先呈现出明显的复苏迹象，银行的主要盈利驱动因素将趋于改善，增长拐点显现。而宽信贷、宽货币带来的通胀预期也将使银行从中受益。目前上市银行的平均动态PE和PB分别为15倍及2.3倍。从历史来看，这一估值水平仍然处于相对底部区域，与其他行业相比，银行板块的相对估值优势仍然明显。经济复苏的整固及充足的流动性有可能推动银行股的估值运行至15-20倍PE及2.5-3倍PB的区间。

4. 投资建议

考虑到银行将成为经济复苏的主要受益者，银行板块仍然具备相对估值优势，我们将银行业的投资评级提高至推荐-A。我们的投资建议包括：一是选择估值仍然较低、经济复苏后仍然具有较高成长性的中型股份制银行，这包括兴业银行、深发展、招商银行、浦发银行。二是选择受益于政府投资推动信贷规模扩张迅速、利润稳定增长、前期涨幅滞后且估值优势明显的国有大型商业银行，建议重点关注建行、交行。三是选择未来跨区发展前景好的城市商业银行，建议重点关注北京银行。

主要投资风险提示： 经济复苏出现较大波折、流动性收紧

申万银行指数与沪深300比较

**研究员：邓婷**

电话：010-84183228

E-mail: dengting@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

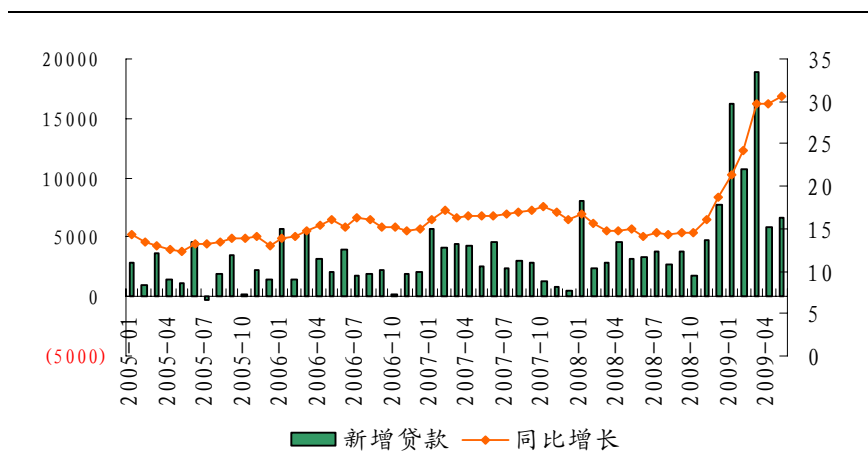
一、信贷扩张成为行业主要驱动因素	3
1. 宽货币 宽信贷解经济之忧	3
2. 规模增长为确保业绩平稳提供保障	4
3. 企业贷款需求复苏及贷款结构优化将成下半年主要看点	5
4. 信贷持续快速扩张引发通胀预期	6
二、息差见底将是盈利改善拐点	7
1. 一季度息差下降压力最大	7
2. 二季度以后息差有望企稳	9
三、资产质量压力减轻 拨备存在释放空间	10
1. 资产质量经历考验 经济复苏带来预期改善	10
2. 高拨备减缓信贷成本压力	13
四、盈利展望	14
1. 业绩环比提升 全年盈利稳定	14
2. 成长性和盈利能力仍然看好	15
五、投资策略	16
1. 投资主题：经济复苏+ 相对估值优势	16
2. 投资建议	17
3. 重点公司点评	17

一、信贷扩张成为行业主要驱动因素

1. 宽货币 宽信贷解经济之忧

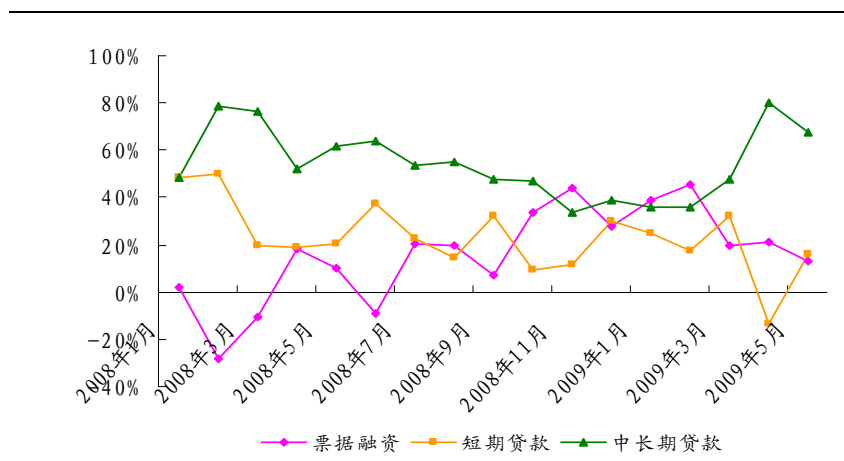
09 年以来，银行信贷出现了前所未有的大规模扩张，1-5 月新增信贷达到 5.83 万亿元，同比增速为 30.6%。新增贷款结构中一个突出的特点是票据融资和中长期贷款同比增长较多。1-5 月，新增票据融资为 1.69 万亿元，在新增贷款中的占比达 29%；受益于政府投资推动，1-5 月新增中长期贷款达 2.79 万亿，同比增长 26.8%，在新增贷款中的占比为 47.85%。

图 1：信贷同比增速及新增贷款额（亿元，%）



来源：国都证券研究所、WIND 资讯

图 2：新增贷款结构占比



来源：国都证券研究所、WIND 资讯

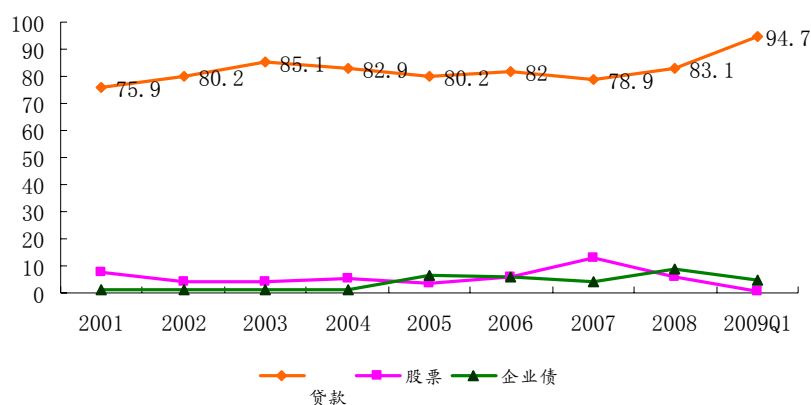
按照经济规律，信贷、货币与经济增长应该是正相关关系。在当前经济增速下滑的情况下，银行业的信贷却逆势爆发式增长，我们认为造成这两者背离的原因主要有以下几方面：

一是因为在宽松货币政策环境下，银行业有动力也有能力进行信贷扩张。近几年，银行信贷投放一直处在央行贷款总量调控之下，特别是 08 年实施的紧缩货币政策极大抑制了银行的放贷冲动。随着政策的放松和流动性的充裕，银行放贷的积极性得以充分释放，而息差的大幅下降也迫使银行进行更积极的资金运用。与深陷次贷危机的海外同行不一样，中国银行业拥有充足的资本和安全的财务状况，资产质量则处于历史最好水平，因此中国的银行业也有能力进行信贷的扩张。

二是受政府投资需求驱动。中国经济的发展模式在很大程度上是投资主导，投资对 GDP 的贡献超过 40%，是银行信贷资金最主要的支持领域。在固定资产投资资金来源中，银行贷款的占比平均达到 20%。由于投资成为刺激经济的主要手段，因此需要银行为其提供融资支持。

三是因为银行业在社会融资体系中的绝对垄断地位。由于资本市场融资功能薄弱，银行体系担负着整个经济保增长的重任。根据央行的数据显示，今年一季度由于新股发行停滞，信贷在非金融部门融资总量中的占比达到 94.7%，而以往这一比例平均只有 81%。关于间接融资和直接融资在中国经济体系中的作用的讨论是一个老话题，重拾这一话题的目的进一步说明经济对银行资金的高度依赖，很难想象没有银行信贷的积极配合经济可以实现复苏。由于银行资金全面渗透至实体经济，银行与经济的关系是唇齿相依的，保经济实际上也是银行在保护自己。

图 3：非金融企业融资结构



来源：国都证券研究所、WIND 资讯

2. 规模增长为确保业绩平稳提供保障

信贷扩张成为银行业绩的主要驱动因素。信贷大幅增长提升了贷款在生息资产中的占比，缓解了部分息差下降压力、为确保银行业绩的稳定性提供了有力的支持。

从一季度的情况来看，大部分上市银行新增信贷已经超过去年全年规模，并接近完成 09 年的全年的计划。二季度，月度新增信贷额虽然回落至 5000-6000

亿的水平，但是与历史相比仍然处在高位。上半年已经投放的天量信贷为银行全年业绩提供坚实的基础。我们预计，随着息差压力的释放完毕，规模增长将推动银行的净息收入环比增长。

表 1: 上市银行一季度贷款增长

	新增贷款 (亿元)	较年初增长 (%)	一般性贷 款占比	09Q1/2008N (新增贷款)
工行	6364	13.92%	68.37%	127.60%
中行	5111	15.51%	0.00%	114.71%
建行	5206	14.14%	0.00%	99.77%
交行	2779	20.91%	43.47%	123.97%
招商	1192	14.30%	32.30%	59.25%
中信	1712	25.74%	0.00%	190.78%
浦发	1567	22.46%	53.51%	106.91%
兴业	858	21.43%	89.16%	86.45%
民生	832	12.63%	45.51%	80.45%
华夏	514	14.87%	0.00%	104.07%
深发展	357	13%	42.71%	57.64%
北京银行	255	13.56%	0.00%	70.96%
南京银行	112	28.61%	0.00%	117.01%
宁波银行	45	9.21%	0.00%	35.29%
行业	45,800.00	27.10%	66.81%	

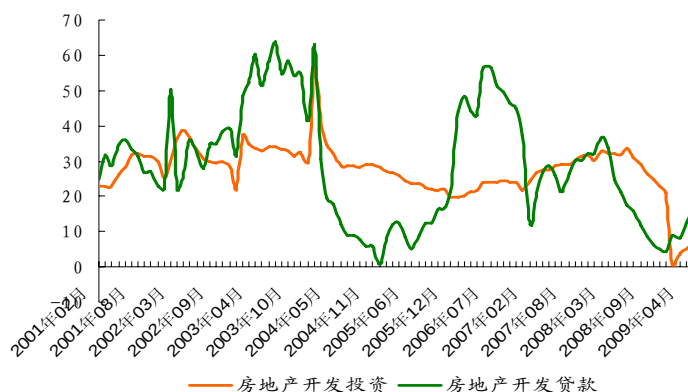
来源：国都证券研究所

3. 企业贷款需求复苏及贷款结构优化将成下半年主要看点

随着项目开工高潮过去，下半年政府投资需求会减弱，不过由于 4 万亿投资将在两年内逐步推开，而固定资产投资项目资本金比例的下调也将增加对银行贷款的需求，因此政府投资仍然将为后续信贷增长提供保障和支持。未来随着经济的逐步好转，我们预计实体经济贷款需求的逐步复苏有望成为下半年银行信贷增长的主要看点。

我们预计下半年的月度新增贷款规模将回落至 3000-5000 亿的合理水平。虽然新增额无法与上半年媲美，但是其背后包含的贷款结构优化却值得关注。随着经济的逐步好转，预计反映企业生产经营活动活跃度的流动性贷款需求将随之增长，来自企业的投资需求也将会得到复苏，前期发放的票据融资到期后将相继被收益高的一般性贷款替代，这将带来银行贷款结构的改善，从而有助银行息差企稳。4、5 月份、贷款结构的变化已经表明这种优化正在进行当中，房地产市场回暖刺激房地产开发投资和个人住房贷款的增长表明私人部门投资需求和消费需求趋于复苏，制造业景气回升也推动了相关贷款需求的增长，这些因素对银行贷款结构的正面影响将逐步体现。

图 4: 房地产开发投资增速回升

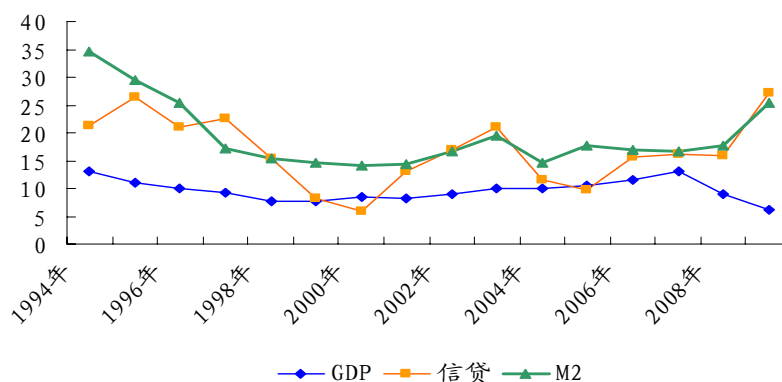


来源: 国都证券研究所、WIND 资讯

4. 信贷持续快速扩张引发通胀预期

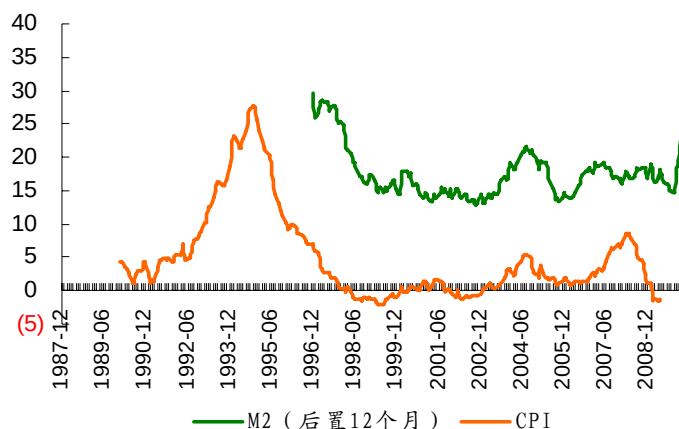
银行体系通过信贷创造的巨额流动性对实体经济复苏起到了积极的作用。从政策的角度来看, 由于经济复苏的基础还需要巩固, 我们认为短期内货币政策仍然会保持适度宽松。但是信贷持续扩张带来的过多流动性可能带来通胀预期的上升。从历史数据来看, 如果分别以 1998 年和 2007 年作为上一轮经济周期的谷底和顶峰, 在此 10 年间 GDP 的平均增速为 9.63%, 信贷的平均增速为 13.4%, M2 的年均增速为 16%。在经济全面繁荣的 2006、2007 年, 信贷和 M2 的增速分别为 15.9% 和 16.8%。目前, 我国的经济增速不到 8%, 但是信贷和 M2 的增速却高达 30.6% 和 25.7%。通货膨胀总是与货币过多供应分不开, M2 增长最终将传导至 CPI 上。目前, 虽然 CPI 和 PPI 仍然是负增长, 不过按照市场普遍预期, 这两者将有望在三季度或四季度双双转正, 届时通胀预期将更为强烈。加息预期将伴随通胀预期而来, 这将推动银行贷款收益率的提高, 从而有可能促成银行结束价跌量升并向价量齐升转化。

图 5: 信贷、M2 与 GDP 增长



来源: 国都证券研究所、WIND 资讯

图 6: 滞后 12 月的 M2 与 CPI 高度正相关



来源: 国都证券研究所、WIND 资讯

二、 息差见底将是盈利改善拐点

1. 一季度息差下降压力最大

息差大幅下降是 09 年银行盈利增长最主要的压力。息差的大幅下降主要是利率下调所致,此外企业贷款需求减弱及资金环境宽松导致银行议价能力下降也对净息差造成了一定负面影响。

数据显示,上市银行的净息差自去年四季度起环比明显下降,同比降幅则更为明显。按照我们以期初期末平均余额计算的上市银行净息差在去年四季度环比平均下降 23 个基点,在今年一季度环比平均下降 44 个基点,同比平均下降 80 个基点。净息差降幅最大银行为招商银行、中信银行、浦发银行及交通银行。

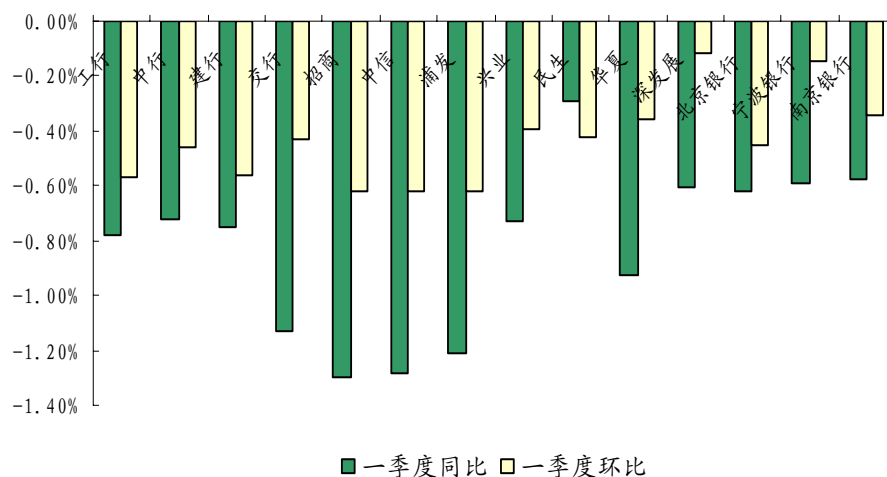
表 2: 上市银行息差水平

	2007	2008q1	2008q2	2008q3	2008q4	2008	2009q1
工商银行	3.05%	3.06%	2.91%	2.84%	2.85%	2.92%	2.28%
中国银行	2.85%	2.80%	2.68%	2.63%	2.53%	2.65%	2.08%
建设银行	3.27%	3.31%	3.33%	3.25%	3.12%	3.25%	2.56%
交通银行	3.01%	3.22%	2.99%	2.97%	2.52%	2.89%	2.09%
招商银行	3.07%	3.60%	3.60%	3.24%	2.92%	3.08%	2.30%
中信银行	3.35%	3.70%	3.49%	3.48%	3.03%	3.58%	2.41%
浦发银行	3.08%	3.31%	3.21%	3.21%	2.72%	3.12%	2.10%
兴业银行	2.90%	3.01%	2.84%	2.72%	2.67%	2.85%	2.28%
民生银行	2.59%	2.80%	3.19%	3.11%	2.92%	3.14%	2.50%
华夏银行	2.20%	2.33%	2.38%	2.21%	1.76%	2.05%	1.40%
深发展	3.20%	3.36%	3.03%	2.94%	2.87%	3.19%	2.75%

北京银行	2.34%	3.01%	3.01%	3.10%	2.84%	2.93%	2.39%
宁波银行	3.27%	3.52%	3.52%	3.52%	3.08%	3.44%	2.93%
南京银行	3.01%	3.23%	3.07%	2.89%	3.00%	3.14%	2.66%

来源：国都证券研究所、WIND 资讯

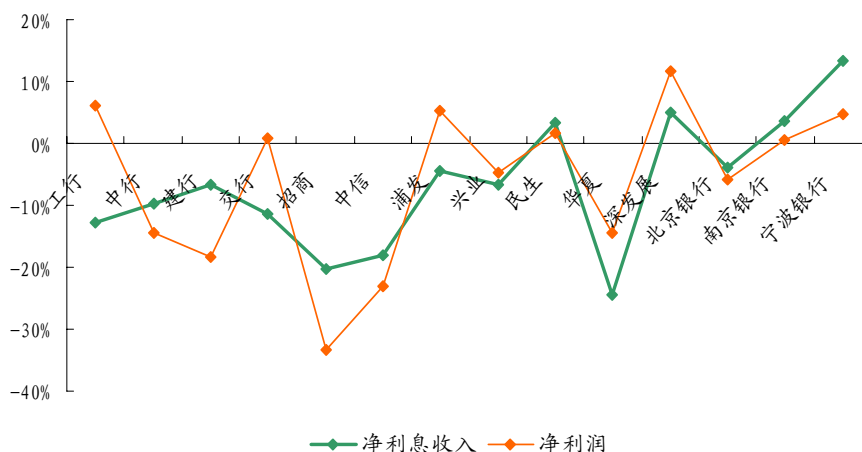
图 7：上市银行息差变动



来源：国都证券研究所、WIND 资讯

息差下降给银行带来的经营压力明显。一季度，上市银行净息收入同比下降 10%，净利润同比下降 8.47%。其中息差降幅大的招行、中信、建行净息收入降幅也最大，同比增长的只有深发展、民生银行、宁波银行、南京银行。面对息差的下降，银行普遍采取以量补价的策略，通过加大贷款投放规模来弥补收益率的下降。如果没有信贷扩张的提振，银行一季度的业绩显然要逊色得多。

图 8：上市银行一季度净息收入及净利润增长



来源：国都证券研究所、WIND 资讯

2. 二季度以后息差有望企稳

息差下降的路径长短主要与银行资产负债的重定价期限相关。贷款利率的重定价主要分布在一季度和二季度；存款的重定价主要发生在一季度，二季度占比相对要小，因此银行息差下降的压力主要集中在一、二季度释放。而二季度以后随着绝大部分贷款完成重定价，预计息差将完成探底。一季度贷款重定价占比高因而息差调整得较为充分的银行（包括民生、招行、浦发、兴业、南京银行）二季度息差下降压力将明显缓和。

表 3：已公布年报上市银行贷款重定价期限分布

	3 个月内	3 个月至一年	1-5 年
工商银行	33.93%	66.07%	0.00%
建设银行	45.48%	52.72%	0.72%
中国银行	42.35%	56.10%	0.76%
交通银行	48.29%	46.64%	2.47%
招商银行	64.76%	32.37%	2.85%
兴业银行	62%	35.58%	1.82%
民生银行	85%	13.37%	1.24%
深发展	48.38%	49.24%	2.18%
北京银行	25.52%	74.06%	0.42%
南京银行	65.32%	26.94%	7.73%

来源：国都证券研究所

表 4：已公布年报上市银行存款重定价期限分布

	3 个月内	3 个月至一年	1-5 年
工商银行	65.44%	25.52%	7.18%
建设银行	69.99%	23.16%	6.36%
中国银行	68.84%	23.32%	5.73%
交通银行	76.06%	18.51%	4.87%
招商银行	75.87%	19.04%	5.09%
兴业	74.91%	21.44%	3.65%
民生银行	67.93%	21.08%	10.90%
深发展	66.58%	23.90%	9.17%
北京银行	79.13%	15.44%	5.42%
南京银行	66.26%	30.00%	3.74%

来源：国都证券研究所

我们预计，二季度以后银行的息差将逐步企稳并略有回升。主要的推动因素包括以下几个方面：

（1）新增贷款中一般性贷款占比上升，贷款结构逐步优化；（2）随着资本市场回暖，存款定期化趋势逐步扭转，资金成本存在下降空间。（3）大幅增长的信贷和充足的流动性使未来进一步降息的必要性和可能性下降。

由于降息的可能性大大降低，2010 年银行的息差水平将保持稳定。随着经济复苏推动贷款需求的增长，银行的议价能力将会有所提升，息差有望稳中趋升，从而将为银行业绩增长提供正面支持。

三、资产质量压力减轻 拨备存在释放空间

1. 资产质量经历考验 经济复苏带来预期改善

银行的资产质量状况与宏观经济密切相关。历史上来看，中国银行业在 98 年金融危机之后不良贷款都出现了大幅增长，而在 2004 年整顿产能过剩的结构性调整中也出现资产质量下降的情况。

08 年下半年以来，国内外宏观经济环境发生急剧变化，国际金融危机逐步发展成为经济危机，出口部门遭受重创，周期性行业盈利大幅下滑，国内经济增速明显放缓。银行业的资产质量在去年 4 季度及今年一季度普遍经受了较大的冲击，部分银行尤其是中小型银行不良贷款余额出现增长。不过从整体上来看，上市银行的资产质量都还是保持了相对稳定，不良率普遍处于历史最低水平。中小银行由于中小企业客户占比较多，受经济下滑的影响相对要大些，不良贷款余额出现一定的增长是正常的。一季度除了民生银行不良增加较多外，招行、兴业、深发展、浦发不良余额都是小规模上升。由于客户结构优于中小银行，一季度国有大行中的工行、建行还实现了不良余额和不良率的双降。

表 5：上市银行不良贷款变动（百万，%）

	2, 005	2006	2, 007	2008h	2008q3	2, 008	2008 年变动
工行	1544.19	1377.45	1117.74	1051.36	1048.81	1044.82	(72.92)
中行	1032.26	982.20	888.02	837.86	850.07	874.90	(13.12)
建行	944.69	943.99	851.70	781.13	785.37	838.82	(12.88)
交行	217.56	234.77	226.41	226.74	227.08	254.60	28.19
招商	121.67	120.06	103.94	92.89	91.49	96.77	(7.17)
中信	153.11	115.65	84.92	92.02	89.65	90.46	5.54
浦发	74.40	84.40	80.23	76.14	76.64	84.67	4.44
兴业	56.47	49.80	45.83	46.02	48.02	41.49	(4.34)
民生	48.28	58.93	67.73	73.90	77.34	79.21	11.48
华夏	71.13	68.90	68.90	68.77	-	64.87	(4.02)
深发展	145.72	145.65	124.75	114.21	110.81	19.28	(105.48)
北京银行	48.93	46.41	32.40	30.56	-	29.87	(2.53)
宁波银行	1.19	0.92	1.30	1.74	-	6.60	5.30
南京银行	6.72	6.29	4.78	5.48	2.98	4.52	(0.26)
合计	4466.32	4235.41	3698.66	3498.83	0.00	3530.88	(167.78)

来源：国都证券研究所

图 6：上市银行一季度资产质量变动

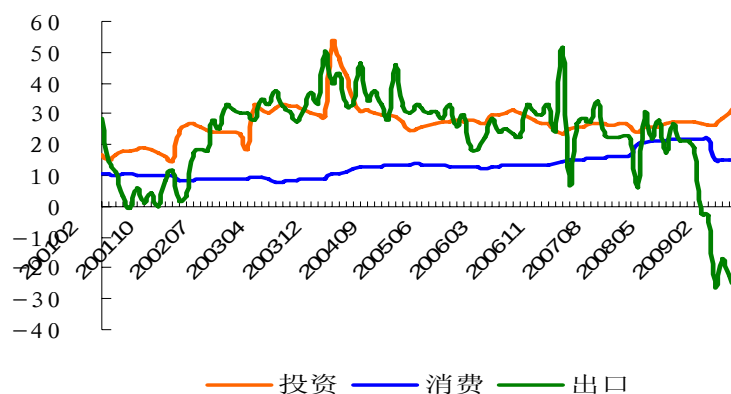
	不良贷款余额 (亿元)	较年初变 动(亿元)	不良率 (%)	拨备覆盖率	较年初提高
工行	1,026.50	-18.32	1.97%	132%	1.87%
中行	851.27	-23.63	2.24%	126%	4.75%
建行	819.36	-19.46	1.90%	142%	10.17%
交行	261	5.98	1.62%	120%	3.04%
招商	98.49	3.5	1.03%	223%	-3.14%
中信	89.17	-1.29	1.07%	157%	7.13%
浦发	82	2.67	0.96%	218%	13%
兴业	4239	0.9	0.72%	230%	3.40%
民生	8671	7.5	1.17%	151%	1.40%
华夏	-	-	-	-	-
深发展	20	0.35	0.61%	130%	25.3
北京银行	29.02	-0.85	1.33%	186%	6.04%
南京银行	-	-	-	-	-
宁波银行	4.81	0.29	0.91%	155%	2.42%
行业整体	5495.4	-186.6	2.04%	123.90%	7.50%

来源：国都证券研究所

决定银行未来信贷资产质量状况的还是经济形势。今年以来，在积极的财政政策及宽松货币政策推动下，宏观经济中逐步出现了一些积极的复苏迹象，这主要表现为以下几方面：

1. 投资强劲增长、国内消费平稳增长为经济复苏提供了有力的支撑。受政府投资推动，1-5 月我国的固定资产投资同比增长了 32.9%，成为刺激经济复苏最有力的支持因素。与此同时，在家电下乡、汽车购置税等一系列刺激消费的政策作用下，消费也呈现平稳增长的态势。虽然目前出口仍然处于低迷状态，不过由于主要欧美经济体已经摆脱最困难的境况开始出现好转的迹象，外围需求有望随之复苏，这将给出口部门带来一些转机，下半年出口降幅有望逐步收窄。在这些因素的支持下，经济增速将逐季回升，银行的资产质量也将有望随经济好转而改善。

图 9：投资、消费及出口同比增长情况



来源：国都证券研究所、WIND 资讯

2. 制造业景气回升、房地产行业企稳。制造业和房地产业是最主要的行业客户，其景气状况对银行资产质量影响重大。反映制造业景气状况的 PMI 指数在 08 年 11 月触底后已经逐步回升，3 月份至今已经连续 3 个月稳定在 50 以上，表明制造业已经出现景气回升。08 年，随着房价步入调整、房地产销售出现价量齐跌的低迷局面，房地产企业资金回笼出现困难，偿债能力下降，房价深幅调整的预期曾使得市场对银行房地产相关贷款的质量非常担忧。不过，在中央及地方政策陆续出台的救市措施的作用下，今年以来房地产行业出现了价格企稳、成交量和成交金额明显回升的良好局面。房地产行业景气回升将明显舒缓银行的资产质量压力。

表 7：上市银行贷款结构（2008 年，%）

	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	兴业	民生	华夏	深发展	北京银行	南京银行	宁波银行
制造业	23.5	17.48	23.6	24.2	19	30.6	25.04	16.57	15	28.18	24.54	13	13.8	49.5
房地产	10.6	8.68	8.24	6.67	6	7.9	9.17	11.81	14	6.5	5.60	12	8.47	7.82
建筑	1.9	3.07	1.57	3.93	3	4.4	5.44	3.11	4	6.98	3.80	5.86	2.93	3.59
个人贷款		21.65	24.37	15.43	26	13.2	15.46	25.82	16	10.95	26	9.07	11.49	26.5

来源：国都证券研究所、WIND 资讯

图 10：制造业景气回升

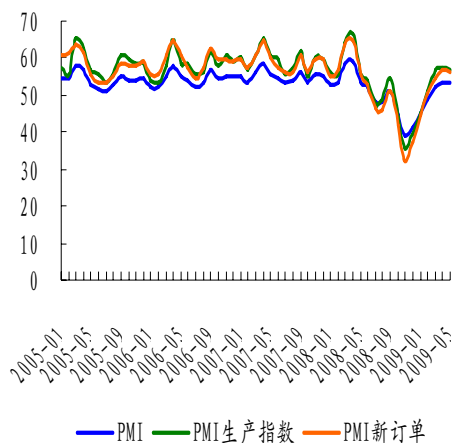
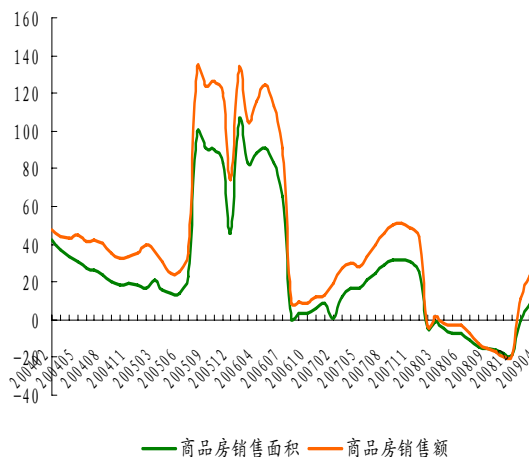


图 11：房地产销售面积和金额持续增长



来源：国都证券研究所、WIND 资讯

对于银行而言，最大的威胁在于经济长期不景气。而以上信息使我们相信中国经济最糟糕的情况已经过去，复苏已经在稳步进行当中。随着经济的逐步复苏，银行的资产质量压力将明显缓解。虽然复苏过程会有一些曲折，经济完全恢复并进入新的上升通道可能还需要时间，但是只要经济处在衰退中的时间缩短、经济形势是逐步

好转的，银行面临的资产质量压力就会有效减轻，不良贷款的增长就能控制在合理的范围内，不会对银行的利润造成大的侵蚀。

2. 高拨备减缓信贷成本压力

从银行业本身来看，风险管理能力和风险抵御能力大大提高也是其资产质量安全度高的重要保障。在银监会的引导下，上市银行在 08 年 4 季度普遍加大了拨备计提力度使信贷成本大幅上升。08 年上市银行平均信贷成本达到 0.98%，而 06、07 年平均水平为 0.66%。而高计提也使得银行的拨备水平大幅提高，08 年末国有商业银行的平均拨备覆盖率达到 125%，中型股份制银行为 171%，城商行为 167.6%，一季度绝大部分银行的拨备进一步提高。高拨备将增强银行抵御经济下滑风险的能力，使银行的资产负债表更为安全。

表 8：上市银行信贷成本

信贷成本	2006	2007H	2007	2008H	2008
工行	0.87%	0.79%	0.86%	0.65%	0.84%
中行	0.53%	0.42%	0.31%	0.43%	0.55%
建行	0.75%	0.77%	0.65%	0.67%	1.03%
交行	0.75%	0.64%	0.65%	0.68%	0.88%
招商	0.68%	0.51%	0.49%	0.44%	0.48%
中信	0.37%	0.46%	0.56%	0.47%	0.87%
浦发	0.89%	0.67%	0.70%	0.39%	0.56%
兴业	0.56%	0.41%	0.65%	0.53%	0.72%
民生	0.52%	0.38%	0.45%	0.48%	0.94%
华夏	0.94%	1.28%	1.17%	1.25%	1.36%
深发展	1.10%	1.01%	0.96%	0.86%	2.76%
北京银行	0.37%	-0.13%	0.45%	0.53%	0.98%
南京银行	0.41%	2.20%	0.58%	0.56%	1.13%
宁波银行	0.39%	0.45%	0.35%	0.58%	0.60%
平均	0.70%	0.63%	0.61%	0.61%	0.98%

来源：国都证券研究所

表 9：银行不良贷款拨备覆盖率（%）

	2006	2007	2008H	2008Q3	2008	2009Q1
工商银行	70.56	103.5	116.08	121.16	130.15	132.02
中国银行	96	108.18	120.39	121.49	121.72	126.47
建设银行	82.24	104.41	117.23	119.41	131.58	141.75
交通银行	114.69	95.63	107.65	113.84	116.8	120
招商银行	135.61	180.39	216.13	-	223.29	219.31
中信银行	84.62	110.01	115.41	120.27	150.03	157.16
浦发银行	151.46	191.08	215.08	215.91	192.49	218.32
兴业银行	126.03	155.21	174.38	168.29	226.58	229.82

民生银行	116.62	113.14	114.2	123.778	150.04	151.4
华夏银行	84.1013	109.27	126.12	-	151.22	-
深发展 A	47.6288	48.28	53.75	54.59	105.14	130.43
北京银行	87.27	119.88	140.92	-	180.23	186.27
南京银行	107.25	146.88	191.86	-	170.05	-
宁波银行	405.28	359.94	323.44	201.69	152.5	154.92

来源：国都证券研究所

经济复苏将帮助银行改善资产质量，降低拨备计提压力，从而为利润释放提供空间。由于 08 年通过多提拨备实现以丰补歉，在资产质量稳定的预期下，我们预计 09 年上市银行的平均信贷成本将降至 0.7% 左右。如果经济强劲复苏，银行出于谨慎增提的拨备还可以通过回拨释放利润。

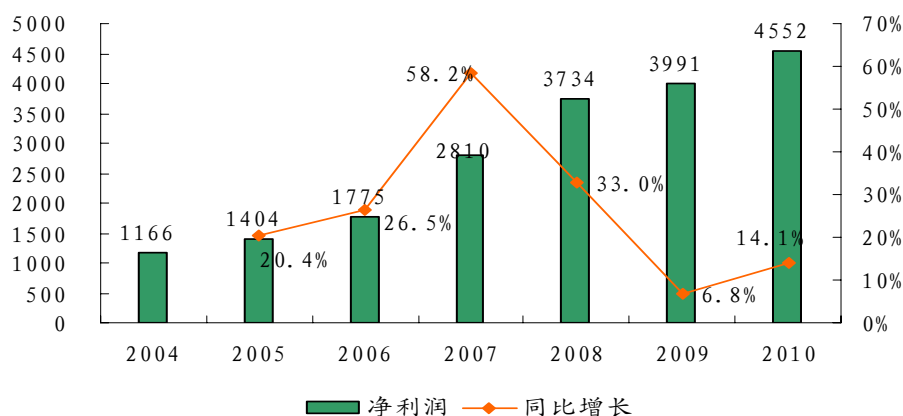
四、盈利展望

1. 业绩环比提升 全年盈利稳定

从主导银行业绩的三大因素信贷增速、息差、信贷成本来看，09 年银行无疑经历冰火两重天的历练。一方面是息差的剧降，一方面是前所未有的信贷扩张。这种价与量的矛盾在一季度进行了充分的对冲，从而使得一季度成为银行经营压力最大的时期。二季度，随着大规模信贷投放的效应逐步显现，息差环比小幅下滑的负面影响将明显弱化，对银行业绩具有决定性影响的净息收入将出现环比增长。与此同时，随着经济的复苏和资本市场的回暖，银行的中间业务收入重获增长动力，资产质量则继续保持稳定，因此未来几个季度银行的盈利水平将较呈现逐步改善的趋势。

凭借巨额信贷的推动，部分息差降幅相对较小、可以量补价、拨备计提压力小的银行仍然能保持正增长，而其它银行则将出现零增长或负增长。整体来看，09 年上市银行净利润有望实现 7% 的增长，这主要得益于大银行业绩的稳定。对于 2010 年，我们持谨慎乐观态度。在 09 年超常高增长的基础上，信贷增速将会出现一定幅度的回落，但仍有可能处在 15%-20% 的较高水平。由于进一步降息的可能性较小，而经济复苏又将推动贷款需求的增长从而使银行的议价能力得到提升，息差有望稳中趋升，银行的净息收入将重回增长通道。随着经济的进一步复苏，银行业的经营环境将逐步改善，其核心的业绩驱动因素也将逐步转好，预计 2010 年上市银行的盈利增速有望升至 14% 左右。

图 12: 上市银行净利润增长



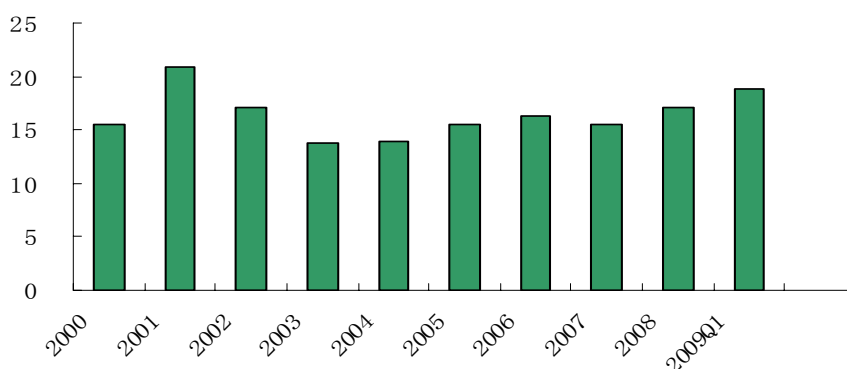
来源：国都证券研究所、WIND 资讯

2. 成长性和盈利能力仍然看好

从中长期的角度来看，尽管目前中国经济正处在国际金融危机冲击及自身的经济周期调整中，增长速度有所放缓，但是由于工业化、城镇化、人口红利及居民消费升级等因素，中国经济成长空间仍然巨大。银行垄断社会资金融通，并在利率管制下享有高于国外同行的存贷差，依靠基础存贷业务的扩张银行仍然是最赚钱的行业之一。在过去的十年里，在投资为主导的经济发展模式下，中国的银行业走的是一条依靠资产规模扩张的粗放型发展道路，资本消耗大，但是上市银行历史平均的 ROE 仍然高达 16%。未来随着经济发展模式的转变，银行业务的发展重心将逐步转向零售业务、中间业务，资本将更集约的利用，综合经营和跨国经营也将逐步展开，银行的盈利水平还将进一步的提高。

未来银行业面临的最大挑战在于金融脱媒和利率市场化，最大的风险则在于经济体系对于信贷的过于依赖，中长期贷款占比过高，一旦经济发展系统性风险，银行的资产安全将面临巨大威胁。但是从发达国家的经历以及我国的实际情况来看，金融脱媒化和利率市场化是一个较长的过程，在此期间银行业的相对垄断地位难以撼动，而我国经济基本面是健康的，银行业将继续分享经济成长的红利。

图 13: 上市银行业平均 ROE



来源：国都证券研究所、WIND 资讯

五、投资策略

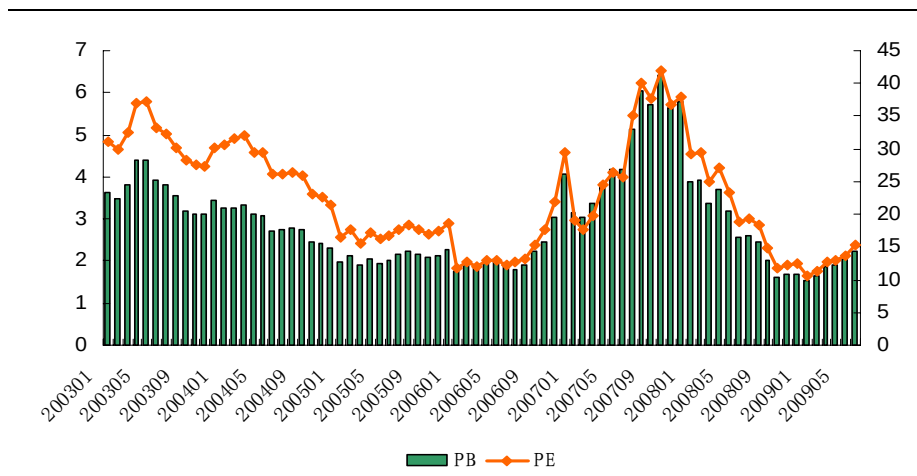
1. 投资主题：经济复苏+ 相对估值优势

经济复苏从朦胧到明朗是支撑银行业基本面好转的最重要因素。作为社会最主要的资金供应方和金融服务中介，银行折射整个经济状况。对于银行而言，无论是信贷的增长、息差、资产质量还是中间业务都与经济景气密切相关。目前，中国经济已经率先呈现出明显的复苏迹象，随着经济复苏的整固，银行的主要盈利驱动因素将趋于改善，从而可能带来超预期的业绩。

宽信贷、宽货币将带来通胀和加息预期。我们认为在实体经济没有全面复苏之前，货币政策适度宽松基调不会变，银行信贷仍将保持较快的增长。宽信贷、宽货币格局的持续将带来通胀预期，从而可能引发银行信贷资产实现从量升价跌向价量齐升转化的预期。

相对估值优势明显。受信贷大幅增长、经济复苏的推动，银行股的估值已经由年初平均不到 10 倍 PE 和 2 倍 PB 逐步修复至当前 15 倍 PE 及 2.3 倍 PB 的水平。部分中小银行年初以来的涨幅超过 100%，平均涨幅达 68%。不过从历史来看，银行股的整体估值水平仍然处于相对底部区域。我们认为，经济复苏及充足的流动性有可能推动银行股的估值运行至 15-20 倍 PE 及 2.5-3 倍 PB 的区间。

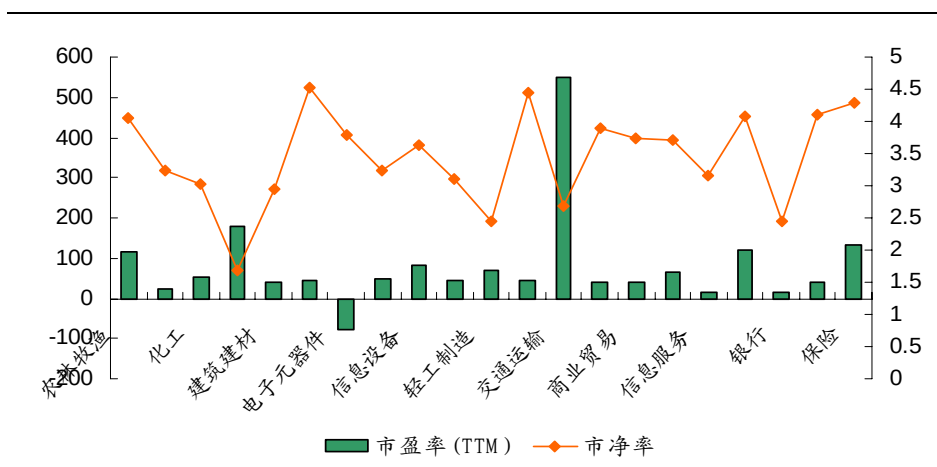
图 15：上市银行历史估值



来源：国都证券研究所

银行股的估值低于市场整体水平，目前沪深 300 的 PE 和 PB 估值分别为 24 倍和 3 倍。横向来看，银行股由于具有稳定的盈利，其平均 PE 估值为所有板块中最低，平均 PB 估值仅仅高于黑色金属行业。

图 16：行业估值横向比较



来源：WIND 资讯、P E、P B（最新季度 B V P S）皆为整体法计算

2. 投资建议

考虑到银行将成为经济复苏的主要受益者，银行板块仍然具备相对估值优势，我们将银行业的投资评级提高至推荐。

一是选择估值仍然较低、经济复苏后仍然具有较高成长性的中型股份制银行，建议重点关注兴业银行、深发展、招商银行、浦发银行。

二是选择受益于政府投资推动信贷规模扩张迅速、利润稳定增长、前期涨幅滞后的国有大型商业银行。建议关注建行和交行。

三是选择息差下降压力小、贷款增速快能确保“以量补价”、未来跨区发展前景好的城市商业银行，建议重点关注北京银行。

主要投资风险提示：经济复苏出现较大波折

3. 重点公司点评

（1）兴业银行

一季度，公司实现净利润 29.41 亿元，同比下降 4.75%，基本每股收益为 0.59 元。公司业绩降幅小于预期，这主要得益于公司一般性贷款增长强劲以及资产减值准备计提压力小。

经营灵活，积极把握市场机遇。一季度公司新增贷款 858 亿元，较年初增长 21.43%，其中对公一般性贷款新增 800 亿，占比达 93.35%，贴现新增只有 93 亿元。公司新增贷款含金量高，主要是因为积极把握住了政府投资项目的机会。作为总部位于福建的银行，海西经济区的建设将为公司带来更多业务机遇。

息差基本调整到位。一季度公司的息差为 2.28%，同比下降 72BP，环比下降 40BP。

考虑到一季度公司重定价的贷款占比达 61.5%，重定价的存款占比为 75%，我们认为公司的息差已经基本调整到位，二季度以后将企稳。

风险控制较好，拨备大幅提升。公司的资产质量总体较好，08 年实现不良额和不良率双降。一季度，公司的资产质量保持稳定，虽然不良余额较年初增加 0.9 亿元，关注类贷款余额较年初上升 16%，但考虑到当前经济形势比较严峻，公司的整体风险控制水平值得肯定。一季度公司的不良率只有，拨备覆盖率提高至 230%，为上市银行中最高，未来具有较强风险抵御能力。

盈利预测及评级。预计 2009、2010 年每股收益分别为 2.35 元和 2.65 元，当前股价对应动态市盈率分别为 12.86 倍和 11.4 倍，对应 09 年的动态 PB 为 2.38 倍，估值在上市银行中仍处于低端。考虑到公司资产质量优良、资本充足、盈利能力有望维持在较高水平且估值具有优势，我们维持对公司短期推荐、长期 A 的评级，建议重点关注。

（2）深发展

一季度公司实现净利润 11.22 亿元，同比增长 11.7%，实现基本每股收益为 0.36 元。公司业绩增长符合预期。

贷款规模增速适度，贴现占比高。一季度，公司新增贷款为 357 亿元，较年初增长 12.6%，其中公司一般性贷款新增 121 亿元，在新增贷款中占比为 34%，贴现新增 204.5 亿元，占比为 57.28%，公司的贷款总体适度较快增长，贴现占比较高表明公司新增贷款投放比较谨慎。

以量补价促净息收入增长，息差尚未见底。一季度公司的息差同比下降 60 个基点，但规模增长使得公司的净利息收入仍然同比增长 5%，以量补价取得成效。由于一季度重定价的贷款占比只有 48%，而存款重定价占比达 67%，负债成本的下降快于资产收益率下降速度，未来随着绝大部分贷款完成重定价，公司息差将在二季度探底。

资产质量稳定，拨备覆盖进一步提高。在经过大额核销后，08 年末公司的不良贷款降至 19.28 亿元。一季度不良贷款小幅增加 3500 万元，不良贷款比率 0.61%。考虑目前经济尚处于低谷期，不良贷款的小幅增长完全合理，而公司的关注类贷款余额较年初还有所下降，这表明公司的资产质量保持好态势。本季度公司计提了约 5.22 亿资产减值损失，这使得公司的拨备覆盖率进一步提高至 130.4%，公司全年拨备计提压力较小。

平安入主将为公司带来新的发展动力，看好未来发展前景。面向平安人寿的定向增发完成后，预计公司的资本充足率将提升 2-3 个百分点，这将增强公司抵御风险的能力，并为公司进一步发展奠定基础，提升公司的盈利能力。中国平安的入主将为公司带来资本金、先进的管理经验、更广的渠道和交叉销售机会，双方的协同效应将提升公司未来发展潜力。考虑到为避免同业竞争，中国平安有可能在未来选择时机对公司和平安银行（中国平安目前持有平安银行 90.04%的股份）进行整合。

盈利预测及评级。预计 2009、2010 年每股收益分别为 1.39 元和 1.65 元，当前股价对应的动态市盈率分别为 14.4 倍和 12 倍。增发摊薄后（按最大发行股份计算）09、10 年每股收益分别为 1.18 元和 1.39 元，对应 09 年末的 PB 为 2.4 倍，以 20 倍 PE 计算，公司未来 6 个月合理价格为 23.6 元。考虑到公司经营管理水平和经营效率持续提高，以及平安入主后公司有望分享平安综合经营的优势，我们维持对公司短期推荐、长期 A 的评级，建议重点关注。

(3) 招商银行

一季度公司实现归属于母公司股东净利润为 42.08 亿元，同比下降 33.4%，基本每股收益为 0.29 元，报告期末公司每股净资产为 5.59 元，净资产收益率为 5.12%。

息差降幅给经营带来较大压力。一季度，公司的净息收入同比下降 22.5%，净息差为 2.3%，同比下降约 130 个基点。公司息差降幅在同业中是最大的，这主要与公司的资产负债结构有关。活期存款占比高使公司在加息周期中占有优势，而在降息周期中，由于活期利率降幅远低于定期存款利率，公司的优势则转化为相对劣势。不过随着降息周期的结束，公司富有弹性的资产负债结构又将使得公司在未来的经济上升时期处于有利地位。

贷款理性扩张。一季度，公司新增贷款为 1192 亿元，比年初增长 14.30%。公司的贷款增速在同业中属较低水平，而且值得注意的是，公司的新增贷款中贴现占比达 67.6%，一般性贷款占比只有 32.4%，这一结构使得公司贷款量的增长难以有效改善息差的作用。贷款增长较慢与公司谨慎参与政府平台项目有关。随着经济逐步复苏，我们预计后面几个季度公司的贷款投放会有所加快。

资产质量总体稳定。08 年，公司的不良贷款余额与不良贷款率实现双降。今年一季度，公司不良贷款余额较年初增加 3.5 亿元，不良贷款率 1.03%，比年初下降 0.11 个百分点。不良贷款的小幅增长主要是因为部分外向型企业的经营出现困难，公司的总体资产质量仍然保持稳定，拨备也处在上市银行前列，具有较强的风险应对能力。公司一直坚持贷款规模的理性扩张，把控制风险放在首位，因此我们非常看好公司确保资产质量稳定的能力。公司不良贷款拨备覆盖率高达 222.6%，具有较强的风险抵御能力。

盈利预测及评级。预计公司 09、10 年的净利润规模为 185.26 亿元和 216.2 亿元，分别同比增长-11.9%和 16.7%，每股收益为 1.26 元和 1.47 元，目前股价对应 09、10 年的 PE 分别为 15.6 和 13.4 倍，对应 09 年 PB 为 2.9 倍。考虑到息差大幅下降对公司业绩带来的压力在 09 年将全部释放、理性的规模扩张将使公司保持好的资产质量，公司在零售业务上的竞争力优势仍然非常突出，我们仍然看好公司未来的成长性，提高公司评级至短期推荐-长期 A。

(4) 浦发银行

一季度公司实现归属于母公司股东净利润 29.60 亿元，同比增长 5.29%，每股收益为 0.52 元。

息差已经见底。公司息差下降的压力主要在去年四季度和今年一季度释放，一季度公司息差为 2.2%，预计息差已在一季度见底，后几个季度将会略有回升。

信贷高速扩张实现以量补价。一季度公司新增贷款 1500 亿，同比增长 22.5%，其中一般性贷款为 839 亿，占比为 53.5%，一般性贷款的新增规模在中型股份制银行中最高，这表明公司在对公贷款领域具有较强的竞争优势。由于资产规模的扩张较快，公司在息差同比大幅下降的情况下，净息收入仅同比下降 4.3%。

资产质量整体稳定。一季度，公司不良贷款余额较年初增加 2.67 亿元，不良率为 0.97%，在行业中属于较低的水平。一季度公司的拨备覆盖率较年初提高 13 个百分点达到 218%，充足的拨备提高了公司应对风险的能力，同时也为未来释放利润提供空间。

资本补充需求迫切，定向增发完成后资本约束将解除。一季度末，公司核心资本充足率和资本充足率分别只有 4.84%和 8.72%，补充资本需求比较迫切。公司资产规

模的扩张、新业务的申请及综合经营的开展都对公司的资本提出了更高的要求，解决资本不足的短板成为公司 09 年的重要任务。按照公司非公开发行预案，公司将以不低于 18.78 元/股的价格向特定对象发行股份筹集不超过 150 亿元的资金(发行股份数为 7.987 亿股)，定向增完成后公司的核心资本充足率及资本充足率将显著提高。这将为公司进一步的规模扩张和拓展新的业务领域提供有力的资金支持。

盈利预测及投资建议。贷款的高增长及较小的拨备计提压力的减少将成为公司业绩实现利润增长的主要保障。我们预计公司 09、10 年利润分别同比增长 9%和 14.3% (09 年比较基数为 08 年净利润扣除 9.4 亿元一次性退税后)，**对应每股收益为 1.6 和 1.84 元**，当前股价对应 09 年动态 PE 和 PB 分别为 12.8 倍和 3.28 倍。在股本摊薄 12.37%的假设下每股收益分别为 1.4 元和 1.64 元，对应 09 年、10 年的 PE 分别为 14.6 和 12.45 倍。

(5) 北京银行

一季度公司实现归属于母公司股东净利润，同比下降 5.81%，基本每股收益为 0.24 元，净资产收益率为 4.28%。

一季度贷款增速相对较低。一季度公司新增贷款 255 亿元，较年初增加 13.56%，增速在同业中处于较低的水平。主要是因为企业的有效贷款需求较弱，公司在政府投资项目上优势不如国有商业银行。不过二季度随着实体经济需求回暖，公司贷款投放速度有所增长，且贷款结构中一般性贷款占比上升。一季度公司的净息差同比下降约 60 个基点。预计随着贷款及定期存款重定价的结束，公司的息差也将在二季度见底。

资产质量较好。08 年公司实现不良贷款额和不良率的双降，拨备覆盖率提高至 180%。一季度，公司的资产质量保持较好的水平，不良余额减少 8500 万，不良率降至 1.33%。一季度，公司拨备计提力度较小，资产减值准备只提取了约 1300 万元，不过拨备覆盖率仍然较年初提高 6%，预计后几个季度随着盈利压力的减小，公司计提力度会有所加大。

跨区经营是公司未来主要的看点。08 年，公司新开 3 家异地分行和 12 家异地支行，异地分行达到 5 家。08 年异地分行贷款余额占全行的 15.7%，而今年以来公司新增贷款中有接近 50%来自异地分行。随着公司异地网络的逐步铺设，异地分行将成为公司的主要增长动力，尤其当经济复苏巩固以后，异地分行扩张对公司业绩的推动作用将更显著。

公司资本充足、存贷比低皆有利于未来资产规模扩张。08 年末资本充足率和核心资本充足率分别高达 19.66%和 16.42%，这将为公司未来的资产规模扩张和跨区经营提供支持。08 年末，公司的存贷比只有 58%，而中型股份制银行的平均水平为 72%，未来存贷比存在提升空间。

盈利预测及投资建议。预测公司 09、10 年净利润分别增长 3.45%和 16.6%，基本每股收益 0.9 元和 1.05 元，当前股价对应 09、10 年的 PE 分别为 15.8 倍和 13.5 倍，对应 09 年底 PB 为 2.24 倍。考虑到公司在城商行中跨区经营最具有优势，成长潜力较大，我们给予公司短期推荐、长期 A 的评级。

表：上市银行估值一览（收盘价 2009 年 6 月 12 日）

	EPS			PE			BVPS		PB		投资评级
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2008	2009	
工行	0.33	0.36	0.42	14.21	13.03	11.17	1.81	2.17	2.59	2.16	推荐-A

中行	0.25	0.25	0.28	15.72	15.47	14.04	1.84	2.09	2.14	1.88	中性-A
建行	0.40	0.44	0.50	12.95	11.77	10.36	1.99	2.43	2.60	2.13	推荐-A
交行	0.58	0.60	0.69	13.95	13.48	11.72	2.96	3.56	2.73	2.27	推荐-A
招商	1.43	1.26	1.48	3.80	15.60	13.28	5.41	6.67	3.63	2.95	推荐-A
中信	0.34	0.32	0.37	57.82	16.97	14.68	2.44	2.76	2.23	1.97	中性-A
浦发	1.58	1.61	1.84	12.93	12.69	11.10	5.26	6.87	3.89	2.97	推荐-A
兴业	2.28	2.35	2.67	13.25	12.86	11.31	9.80	12.15	3.08	2.49	推荐-A
民生	0.42	0.57	0.56	17.43	12.84	13.07	2.86	3.43	2.56	2.13	中性-A
华夏	0.61	0.57	0.64	17.90	19.16	17.06	5.49	6.06	1.99	1.80	中性-A
深发展	0.20	1.39	1.66	100.00	14.39	12.05	5.28	6.67	3.79	3.00	推荐-A
北京 银行	0.87	0.90	1.05	16.31	15.77	13.51	5.43	6.33	2.61	2.24	推荐-A
南京 银行	0.79	0.91	1.10	19.29	16.75	13.85	6.15	7.06	2.48	2.16	中性-A
宁波 银行	0.53	0.57	0.64	20.19	18.77	16.72	3.52	4.09	3.04	2.62	中性-A
平均	-	-		23.98	14.97	13.14			2.81	2.34	

来源： 国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表 2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出

任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。