

期待从低估值向盈利能力上升转变

银行业 2009 年中期行业投资策略

金融/银行

同步大势

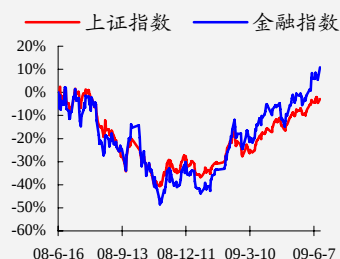
维持评级

2009 年 6 月 17 日

投资要点:

- 2009 年 1-5 月宏观金融运行的特点为: 货币供应量增速明显回升、存贷款快速增长; 贷存比开始回升, 存款定期化缓解, 虽然新增贷款中新增票据占比从一季度后有明显回落迹象, 但整体票据占比依旧处于高位, 中长期贷款占比回落。
- 上市银行 08 年单季度盈利增长缓比下降趋势明显, 08 年第四季度在银行刻意增加信贷成本最低业绩的基础上, 达到了单季度业绩的低点, 环比下降幅度达到 60%; 09 年第一季度银行业绩同比依旧维持下降态势, 但是环比已经开始增长。
- 在加息周期中致使银行利润快速增长的因素依旧在继续转变, 净息差调头向下, 成本收入比面临上升压力, 非息业务收入增速趋缓, 有利因素在于中国特色的信贷增长使银行规模增速强劲、净息差正在逐步寻低, 09 年信贷成本有明显下降。
- 上市银行单季度业绩最差时刻已经出现, 但是从全年的角度看, 盈利能力何时能够调头向上还存在一定不确定性。
- 上市银行平均估值低于其他板块推动近期银行股持续跑赢大盘, 但是结合国际经验和上市银行自身的长期估值水平, 我们认为上市银行目前的估值并没有出现严重低估, 只能说没有到达合理估值水平上限而已。
- 在未来一段时间内, 选择上市银行的重点可能依旧在于估值水平是否偏低, 但是随着估值差距的填平, 从长期角度入眼, 需要重点关注的是在经济复苏周期盈利能力上升的空间和速度, 也就是依旧要着眼于基本面。
- 目前在大盘面临调整压力之下, 我们相对更加看好大银行的防御机会, 如果未来随着大盘逐渐调整和经济复苏预期更加明确, 从未来的上涨动力和业绩可能上调的空间上看, 我们依然持续看好优质股份制商业银行的长期机会, 浦发、兴业、招商以及正在向优质银行转变的民生和深发展都可以长期关注。

走势图



重要公司

评级

深发展 A	谨慎推荐
浦发银行	谨慎推荐
交通银行	谨慎推荐
民生银行	谨慎推荐
建设银行	谨慎推荐
招商银行	长期推荐
工商银行	长期推荐

分析师: 唐亚韞

TEL: (8621)6336 7000-274

FAX: (8621)6337 3209

Email: wendyt77@126.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

一、2009 年 1-5 月份宏观金融运行情况

2009 年 3 月末, 广义货币供应量(M2)余额为 53.06 万亿元, 同比增长 25.51%, 增幅比上年末高 7.69 个百分点, 比上月末高 5.11 个百分点; 狭义货币供应量(M1)余额为 17.65 万亿元, 同比增长 17.04%, 增幅比上年末高 7.98 个百分点, 比上月末高 6.41 个百分点; 市场货币流通量(M0)余额为 3.37 万亿元, 同比增长 10.88%。一季度净回笼现金 473 亿元, 同比多回笼 785 亿元 (去年同期净投放现金 312 亿元)。

3 月末, 金融机构本外币各项存款余额为 53.63 万亿元, 同比增长 25.72%。金融机构人民币各项存款余额为 52.26 万亿元, 同比增长 25.73%, 增幅比上年末高 6 个百分点, 比上月末高 2.72 个百分点。一季度人民币各项存款增加 5.62 万亿元, 同比多增 2.98 万亿元。从分部门情况看: 居民户存款增加 2.56 万亿元, 同比多增 1.06 万亿元; 非金融性公司存款增加 2.93 万亿元, 同比多增 2.36 万亿元; 财政存款减少 882 亿元, 同比多减 5890 亿元 (去年同期增加 5008 亿元)。非金融性公司存款中, 企业存款增加 2.8 万亿元, 同比多增 2.15 万亿元。3 月份当月人民币各项存款增加 2.45 万亿元, 同比多增 1.38 万亿元。

3 月末, 金融机构本外币各项贷款余额为 36.56 万亿元, 同比增长 26.97%。金融机构人民币各项贷款余额 34.96 万亿元, 同比增长 29.78%, 增幅比上年末高 11.05 个百分点, 比上月末高 5.6 个百分点。一季度人民币贷款增加 4.58 万亿元, 同比多增 3.25 万亿元。从分部门情况看: 居民户贷款增加 4223 亿元, 同比多增 1817 亿元, 其中短期贷款增加 2347 亿元, 中长期贷款增加 1875 亿元; 非金融性公司及其他部门贷款增加 4.16 万亿元, 同比多增 3.07 万亿元, 其中短期贷款增加 9714 亿元, 中长期贷款增加 1.68 万亿元, 票据融资增加 1.48 万亿元。其中 3 月份当月人民币各项贷款增加 1.89 万亿元, 同比多增 1.61 万亿元; 其中, 企业短期新增贷款较上月增加了 3146 亿元至 4728 亿元, 占全部新增贷款的比重上升至 25%, 较上月占比上升了 10.21 个百分点; 票据融资较上月下降了 1179 亿元至 3691 亿元, 占比下降至 19.53%, 较上月占比下降了 25.97 个百分点; 中长期贷款占比继续上升至 41.76%。此外, 居民贷款较前两月有较大幅度提升。居民当月新增贷款约 2570 亿元, 其中短期 1423 亿元, 中长期 1145 亿元。

2009 年 5 月末, 广义货币供应量(M2)余额 54.82 万亿元, 同比增长 25.74%, 增幅比上年末高 7.92 个百分点, 比上月末低 0.21 个百分点; 狭义货币供应量(M1)余额 18.2 万亿元, 同比增长 18.69%, 比上月末高 1.21 个百分点; 市场货币流通量(M0)余额 3.36 万亿元, 同比增长 11.24%。1-5 月份净回笼现金 659 亿元, 同比多回笼 708 亿元 (去年同期净投放 49 亿元)。

5 月末, 金融机构人民币各项贷款余额 36.21 万亿元, 同比增长 30.6%, 增幅比上年末高 11.87 个百分点, 比上月末高 0.88 个百分点。当月人民币各项贷款增加 6645 亿元, 同比多增 3460 亿元。从分部门情况看: 居民户贷款增加 1876 亿元, 同比多增 1183 亿元, 其中, 短期贷款增加 868 亿元; 中长期贷款增加 1008 亿元。非金融性公司及其他部门贷款增加 4769 亿元, 同比多增 2278 亿元, 其中, 短期贷

款增加 212 亿元；中长期贷款增加 3485 亿元；票据融资增加 862 亿元。1-5 月份人民币各项贷款增加 5.84 万亿元，同比多增 3.72 万亿元。5 月末金融机构外汇贷款余额 2582 亿美元，同比下降 4.95%，当月外汇各项贷款增加 154 亿美元，同比多增 124 亿美元。本外币并表后，5 月末金融机构本外币各项贷款余额 37.98 万亿元，同比增长 28.26%。当月新增本外币各项贷款 7719 亿元，同比多增 4468 亿元。

5 月末，金融机构人民币各项存款余额 54.63 万亿元，同比增长 26.67%，增幅比上年末高 6.94 个百分点，比上月末高 0.46 个百分点。当月人民币各项存款增加 1.33 万亿元，同比多增 4325 亿元。从分部门情况看：居民户存款增加 1886 亿元，同比少增 478 亿元；非金融性公司存款增加 6698 亿元，同比多增 2818 亿元；财政存款增加 4474 亿元，同比多增 1777 亿元。非金融性公司存款中，企业存款增加 5711 亿元，同比多增 2350 亿元。1-5 月份人民币各项存款增加 7.98 万亿元，同比多增 3.79 万亿元。5 月末外汇各项存款余额 2061 亿美元，同比增长 18.21%，当月外汇各项存款增加 19 亿美元，同比少增 81 亿美元。本外币并表后，金融机构本外币各项存款余额 56.03 万亿元，同比增长 26.38%。当月新增本外币各项存款 1.35 万亿元，同比多增 3860 亿元。

图 1：货币供应量增速明显回升

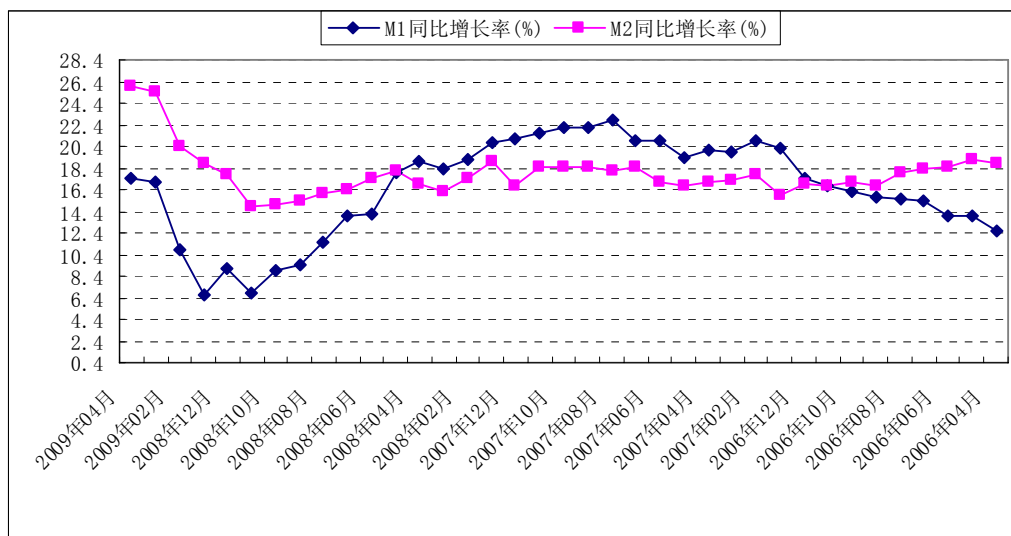


图 2：存贷款快速增长

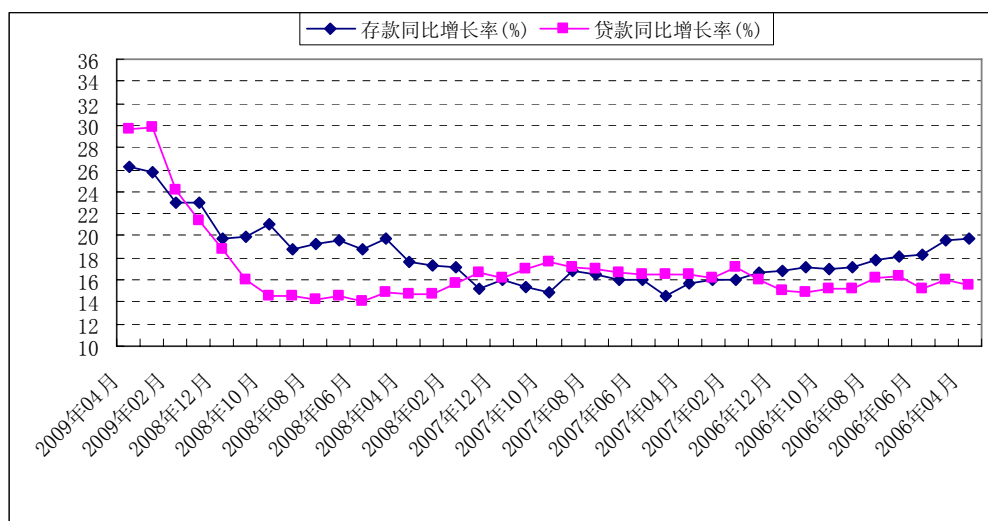


图 3：贷存比明显回升

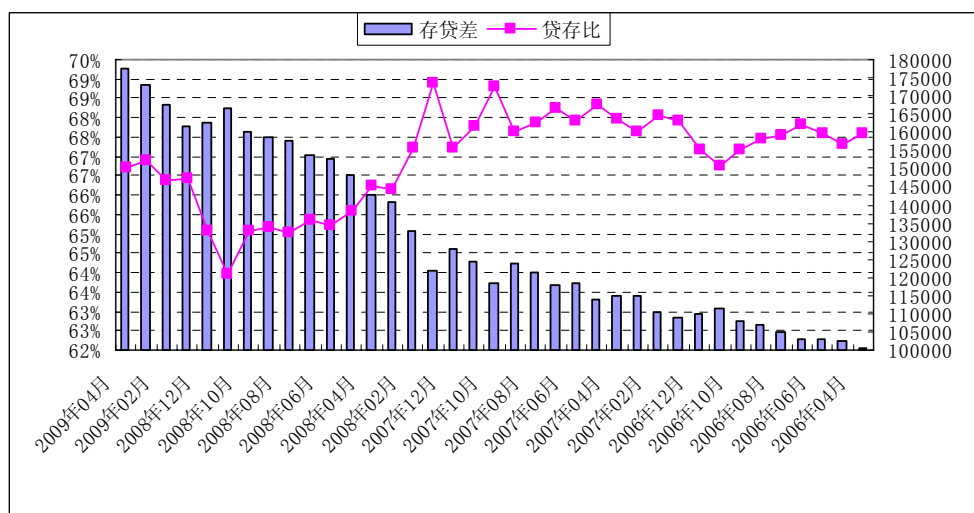


图 4：存款定期化趋势开始缓解

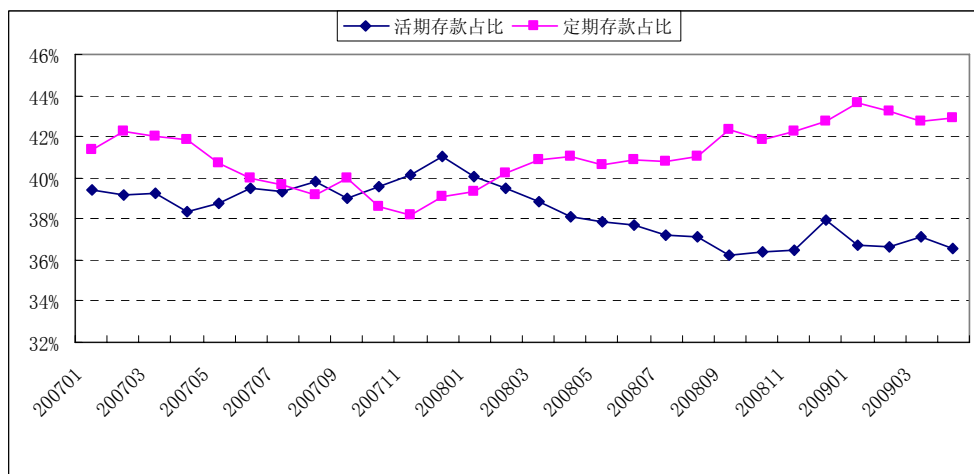
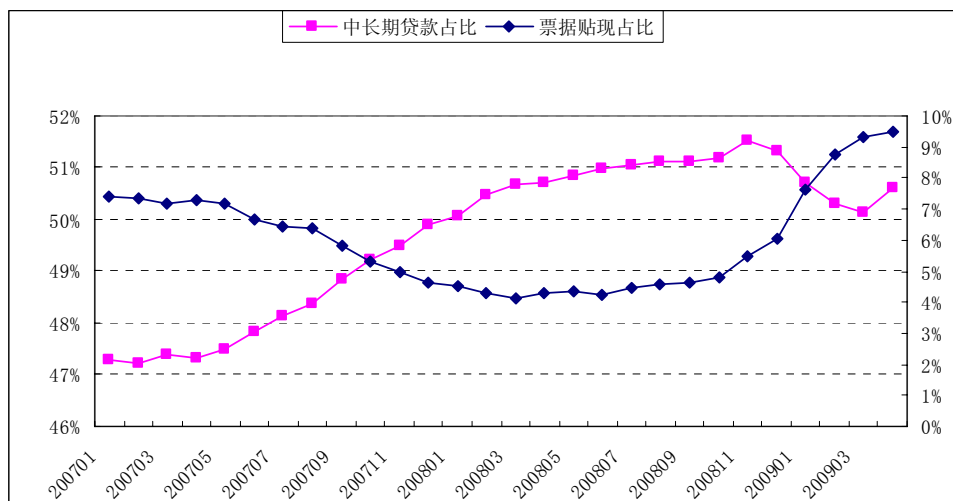


图 5：票据占比处于历史高位，中长期贷款占比回落



二、上市银行 2008 年年报及 2009 年一季报简单分析

截至 09 年 4 月 30 日，14 家上市银行均公布了 08 年年报，14 家上市银行净利润同比增速为 30.46%。14 家上市银行中只有浦发、南京、北京和中信四家银行依旧保持了 50%以上的净利润增速，深发展因为大规模的核销和计提本期发生了 77% 的净利润负增长（具体见下表）：

表 1：上市银行 08 年全年净利润增速

单位：亿元

证券代码	证券简称	2006 年度	2007 年度	2008 年度	同比增速
000001.SZ	深发展 A	13.0291	26.499	6.1404	-76.83%
002142.SZ	宁波银行	6.3208	9.5107	13.3174	40.03%
600000.SH	浦发银行	33.5303	54.9878	125.1583	127.61%
600015.SH	华夏银行	14.5704	21.0119	30.7084	46.15%
600016.SH	民生银行	38.3183	63.3518	78.93	24.59%
600036.SH	招商银行	71.0753	152.43	209.46	37.41%
601009.SH	南京银行	5.9463	9.0949	14.561	60.10%
601166.SH	兴业银行	37.9826	85.8577	113.8503	32.60%
601169.SH	北京银行	21.4041	33.482	54.1658	61.78%
601328.SH	交通银行	126.69	206.41	285.2	38.17%
601398.SH	工商银行	493.36	819.9	1111.51	35.57%
601939.SH	建设银行	463.19	691.42	926.42	33.99%
601988.SH	中国银行	471.52	620.17	650.73	4.93%
601998.SH	中信银行	37.26	82.9	133.2	60.68%
合计		1834.2	2877.03	3753.352	30.46%

资料来源：WIND 资讯

如果我们将季度数据分解来看：08 年上市银行基本呈现四个季度利润环比持续下降的格局，尤其是 08 年第四季度，由于营业收入增速放缓和部分银行加大了坏账计提力度，所有上市银行第四季度净利润同比和环比都出现了明显的下滑，深发展、华夏和民生第四季度单季度出现了亏损。

表 2：上市银行 08 年分季度利润环比情况 单位：亿元

证券简称	2008 第一季度	2008 第二季度	环比变化	2008 第三季度	环比变化	2008 第四季度	2007 第四季度	环比变化	同比变化
深发展 A	10.0418	11.3965	13.49%	11.7316	2.94%	-27.0296	7.7629		
宁波银行	3.376	3.9199	16.11%	3.9714	1.31%	2.0501	3.1307	-48.38%	-34.52%
浦发银行	28.1163	35.6316	26.73%	34.6918	-2.64%	26.7187	15.7567	-22.98%	69.57%
华夏银行	8.2161	11.0632	34.65%	11.7842	6.52%	-0.3551	4.6901		
民生银行	24.5718	35.8853	46.04%	26.2788	-26.77%	-7.806	20.2278		
招商银行	63.19	69.26	9.61%	57.54	-16.92%	19.47	52.73	-66.16%	-63.08%
南京银行	4.1029	3.7803	-7.86%	4.248	12.37%	2.4297	2.6247	-42.80%	-7.43%
兴业银行	30.8779	34.5618	11.93%	28.8253	-16.60%	19.5853	25.6188	-32.06%	-23.55%
北京银行	15.9554	13.0645	-18.12%	14.8693	13.81%	10.2766	9.1253	-30.89%	12.62%
交通银行	79.04	76.89	-2.72%	72.86	-5.24%	56.41	57.74	-22.58%	-2.30%
工商银行	332.82	315.97	-5.06%	281.98	-10.76%	180.74	181.08	-35.90%	-0.19%
建设银行	321.29	265.63	-17.32%	255.75	-3.72%	83.75	120.41	-67.25%	-30.45%
中国银行	229.93	215.08	-6.46%	172.89	-19.62%	32.83	120.34	-81.01%	-72.72%
中信银行	41.9	42.27	0.88%	40.34	-4.57%	8.69	30.43	-78.46%	-71.44%
合计	1193.43	1134.4	-4.95%	1017.76	-10.28%	407.7597	651.667	-59.94%	-37.43%

从 09 年第一季度的情况看，09 年第一季度上市银行净利润同比下降 8.88%，但是与 08 年第四季度的环比则出现了上升。当然这与上市银行在第四季度人为作低利润具有很大的关系，环比上升幅度达到了 167%。

表 3：上市银行 09 年第一季度利润变化一览

证券简称	2009 年第一季度	2008 年第一季度	同比变化	2008 年第四季度	环比变化
深发展 A	11.2208	10.0418	11.74%	-27.0296	
宁波银行	3.5388	3.376	4.82%	2.0501	72.62%
浦发银行	29.6047	28.1163	5.29%	26.7187	10.80%
华夏银行	7.0213	8.2161	-14.54%	-0.3551	
民生银行	24.95	24.5718	1.54%	-7.806	
招商银行	42.08	63.19	-33.41%	19.47	116.13%
南京银行	4.1278	4.1029	0.61%	2.4297	69.89%
兴业银行	29.4116	30.8779	-4.75%	19.5853	50.17%
北京银行	15.0212	15.9554	-5.86%	10.2766	46.17%
交通银行	79.68	79.04	0.81%	56.41	41.25%

工商银行	352.89	332.82	6.03%	180.74	95.25%
建设银行	262.76	321.29	-18.22%	83.75	213.74%
中国银行	192.86	229.93	-16.12%	32.83	487.45%
中信银行	32.29	41.9	-22.94%	8.69	271.58%
合计	1087.46	1193.43	-8.88%	407.7597	166.69%

资料来源：WIND 资讯

上市银行 08 年、09 年一季度业绩变化以及未来影响业绩变化的核心因素在于净息差和资产质量的变化所引起的信贷成本的波动。

从净息差的情况看，上市银行的净息差在 08 年二季度达到高点以后，也呈现出逐渐下降的态势，从 08 年全年的情况看，大部分上市银行 08 年全年依然维持净息差同比扩大的局面，除了浦发、兴业、华夏和深发展出现了净息差的同比下降，但是 09 年第一季度则均出现了净息差的迅速下降。具体情况参见表 4：

表 4：上市银行净息差变化一览：

	07 年全年 净息差	08 年全年净 息差	净息差同比 扩大	09 年第一 季度净息 差	净息差环 比下降
招商银行	2.96%	3.42%	0.46%	2.47%	0.95%
浦发银行	3.08%	3.05%	-0.03%	2.45%	0.60%
民生银行	2.79%	3.02%	0.23%	2.40%	0.62%
兴业银行	2.79%	2.67%	-0.12%	1.99%	0.68%
交通银行	2.77%	3.02%	0.25%	2.26%	0.76%
中信银行	3.12%	3.33%	0.21%	2.52%	0.81%
华夏银行	2.68%	2.63%	-0.05%	2.15%	0.48%
深发展 A	3.10%	3.02%	-0.08%	2.70%	0.32%
工商银行	2.67%	2.95%	0.28%	2.35%	0.60%
中国银行	2.59%	2.63%	0.04%	2.14%	0.49%
建设银行	3.07%	3.24%	0.17%	2.58%	0.66%
宁波银行	3.25%	3.42%	0.17%	2.73%	0.69%
南京银行	2.98%	3.04%	0.06%	2.80%	0.24%
北京银行	2.33%	2.90%	0.57%	2.50%	0.40%

从资产质量情况看，上市银行从 08 年下半年到 09 年第一季度普遍存在着不良贷款率下降，不良贷款余额小幅上升的情况，如果考虑核销的话，不良贷款余额增长的情况就更加明显，据我们统计，08 年全年还原核销，只有深发展和招商银行出现了双降的局面，其余所有银行都出现了不良贷款余额上升的局面；不良贷款率的持续下降在一定程度上与贷款余额的快速增长具有密切的关系；从不良贷款率的情况看，除了宁波银行因为前期基数过低 08 年出现较大幅度的增长之外，其余所有银行都呈现了持续下降的局面。

从不良贷款拨备覆盖率的情况看，出于平滑业绩和防范风险的需要，银监会在内部发文要求中小股份制银行在 08 年底将不良贷款拨备覆盖率提高到 150%以上，大银行提高到 130%以上，受此影响，上市银行普遍在 08 年第四季度加大了不良贷款拨备计提的力度，快速提高信贷成本，除了宁波银行因为前期基数过高和资产质量波动的原 08 年度拨备覆盖率持续下降以外，其余上市银行的拨备覆盖率均出现了明显的上升，除了中国银行、交通银行和深发展之外，其余所有银行都满足了银监会的要求。而且我们银行的不良贷款拨备覆盖率的计算口径与国际准则不同，只包括现金拨备，不包括抵押贷款的实物抵押，只包括税前计提的拨备，不包括银行在税后计提的一般拨备，因此目前我国上市银行的拨备覆盖十分充足。

表 5：上市银行不良贷款率变化情况一览

	06 年度	07 年全年	08 年中期	08 年全年	09 年第一季度
招商银行	2.12%	1.54%	1.25%	1.11%	1.01%
浦发银行	1.83%	1.46%	1.22%	1.21%	0.96%
民生银行	1.23%	1.22%	1.21%	1.20%	1.17%
华夏银行	2.73%	2.25%	2.06%	1.82%	
深发展	7.98%	5.62%	4.64%	0.68%	0.61%
兴业银行	1.53%	1.15%	1.04%	0.83%	0.72%
中信银行	2.45%	1.48%	1.45%	1.36%	1.07%
工商银行	3.79%	2.74%	2.41%	2.29%	1.97%
建设银行	3.29%	2.60%	2.21%	2.21%	1.91%
中国银行	4.04%	3.12%	2.58%	2.76%	2.29%
交通银行	2.53%	2.05%	1.83%	1.92%	1.62%
南京银行	2.47%	1.79%	1.39%	1.64%	
北京银行	3.58%	2.06%	1.74%	1.55%	1.33%
宁波银行	0.33%	0.36%	0.39%	0.92%	0.91%

表 6：上市银行贷款拨备覆盖率一览

	07 年全年	08 年中期	08 年全年	09 年第一季度
招商银行	180.40%	216%	225.70%	219.31%
浦发银行	191%	215%	192.49%	218.32%
兴业银行	153%	174.38%	226.58%	229.82%
华夏银行	109.27%	126.12%	151.32%	
中国银行	106.40%	120.39%	117.18%	123.43%
建设银行	104.40%	117.22%	131.58%	141.75%
工商银行	103.50%	116.08%	130.15%	132.02%
中信银行	110%	115.41%	150.03%	157.16%
民生银行	113%	114.20%	150.03%	151.40%
交通银行	95.63%	107.65%	116.84%	119.87%
深发展	48.28%	53.75%	105%	130.43%
南京银行	146.88%	191.86%	170.05%	

北京银行	119.88%	140.92%	180.23%	186.27%
宁波银行	360%	323%	152.50%	154.92%

表 7：上市银行不良贷款余额和核销情况

	07 年年底	08 年年底	变化	08 年年底核销	还原核销后变化	09 年一季度末	变化
招商银行	103.94	96.57	-7.37	6.67	-0.7	100.57	4
浦发银行	80	84.67	4.67	5.99	10.66	81.82	-2.85
民生银行	67.73	79.21	11.48	13.28	24.76	86.71	7.5
华夏银行	68.89	64.87	-4.02	20.5	16.48		n. a
深发展	124.75	19.28	-105.47	94	-11.47	19.63	0.35
兴业银行	46	41.49	-4.51	8.6	4.09	42.39	0.9
中信银行	84.92	90.46	5.54	9.31	14.85	89.17	-1.29
工商银行	1117.74	1045	-72.74	73.4	0.66	1026.5	-18.5
建设银行	851.7	838.82	-12.88	65.79	52.91	819.36	-19.46
中国银行	888.02	908.8	20.78	51.62	72.4	847.2	-61.6
交通银行	226.94	255.2	28.26	19.27	47.53	260.62	5.42
南京银行	5.48	6.59	1.11	0.9938	2.1038		n. a
北京银行	32.4	29.87	-2.53	3.09	0.56	29.02	-0.85
宁波银行	1.3	4.52	3.22	0.3552	3.5752	4.89	0.37

表 8：上市银行 08 年底房地产贷款占比

	房地产开发贷款占比	住房按揭贷款占比	合计
民生银行	14%	13.28%	27.28%
兴业银行	11.81%	22.45%	34.26%
北京银行	11.56%	7.29%	18.85%
浦发银行	9.17%	13.60%	22.77%
建设银行	8.68%	15.96%	24.64%
南京银行	8.47%	7.65%	16.12%
工商银行	7.52%	13.10%	20.62%
交通银行	6.67%	11.44%	18.11%
华夏银行	6.50%	6.75%	13.25%
中信银行	6.35%	10.11%	16.46%
中国银行	6.25%	18.04%	24.29%
宁波银行	5.75%	19.29%	25.04%
招商银行	5.67%	17.81%	23.48%
深发展 A	5.60%	15.66%	21.26%

三、上市银行 09 年、10 年业绩预测

未来上市银行业绩预测的重点在于两方面：1、净息差的变化；2、信贷成本的变化。

3.1 银行净息差的变化

从净息差未来的变化趋势看，09 年一季度末的净息差低点正在逐步探明已经成为业界的共识，未来无论环比和同比的下降幅度都将逐渐趋缓。从二季度的情况看，净息差还将会是一个逐渐寻低的过程，但是我们并不认为净息差会迅速见底回升；原因在于：1、银行资产中贷款的重新定价已经基本完成，但是债券投资的重新定价并没有全部完成，按照我们目前上市银行持有的债券投资的久期看，这些债券投资的重新定价可能会大部分集中在二、三季度；未来负债中存款重新定价以及活期存款占比的部分提高对于净息差的稳定作用可能会部分被债券投资的重新定价抵消 2、新增贷款中票据融资占比虽然已经下降，但是未来会在较长一段时间内稳定在 20%以内的水平上，我们不认可市场有些观点认为票据融资占比会迅速下降，一般贷款特别是中长期贷款占比迅速回升从而使以前的量升价跌变为价量齐升，随着优秀财政项目资源的逐渐减少，这种情况出现的概率极低，我们认为可能出现的情况应该是净息差企稳后在低位维持。因此我们整体判断二季度银行业的利润依旧不能避免同比下降的局面，但是下降幅度应该会减缓。

10 年的情况目前具有一定的不确定性，从对净息差有利的方向讲，在经济复苏的预期下，随着银行贷款结构的调整和议价能力的提高，银行的净息差有望缓慢回升，如果能够出现通胀预期下的央行加息行为，则银行的净息差将会有较快的提升，另外，09 年后两个季度，部分存款将会重新定价，使银行的存款成本下降；从不利的因素讲，如果央行 10 年保持利率政策稳定，从贷款、债券和存款的重定价速度来看，贷款重定价最快，存款（剔除活期存款）其次，债券投资的速度最慢。我们估计贷款重定价将于 09 年 2 季度基本结束，而存款大约在 2009 年末，此后债券会继续重定价至 2011 年上半年；因此目前债券投资的重新定价还远远没有完成，未来可能对银行的净息差的提升形成持续拖累，不过债券投资占银行总资产的比重不大，整体拖累作用有限，我们的模型是建立在 10 年经济开始逐步复苏的基础上的。因此我们假设 10 年银行的净息差水平有一定程度的上升。

表 9：上市银行 09、10 年净息差水平预测

	08 年全年净息差	09 年全年净息差	09 年下降幅度	10 年全年净息差	10 年回升幅度
招商银行	3.42%	2.45%	-0.97%	2.50%	0.05%
浦发银行	3.05%	2.51%	-0.54%	2.53%	0.02%
民生银行	3.02%	2.44%	-0.58%	2.45%	0.01%
兴业银行	2.67%	2.35%	-0.32%	2.38%	0.03%
交通银行	3.02%	2.48%	-0.54%	2.50%	0.02%
中信银行	3.33%	2.60%	-0.73%	2.62%	0.03%
华夏银行	2.63%	2.18%	-0.45%	2.20%	0.02%
深发展 A	3.02%	2.65%	-0.37%	2.70%	0.05%
工商银行	2.95%	2.38%	-0.57%	2.41%	0.03%
中国银行	2.63%	2.28%	-0.35%	2.30%	0.02%

建设银行	3.24%	2.55%	-0.69%	2.60%	0.05%
宁波银行	3.42%	2.75%	-0.67%	2.80%	0.05%
南京银行	3.04%	2.85%	-0.19%	2.87%	0.02%
北京银行	2.90%	2.55%	-0.35%	2.58%	0.03%

3.2 信贷成本的变化

银行信贷成本的概念是银行为了获取利息收入发放贷款需要在税前计提的坏账准备，而坏账准备覆盖率核算的是余额的概念，只能核算银行如果在未来出现资产质量波动的情况下银行有多少安全准备的计提，信贷成本才是影响银行当期利润的主要指标，从信贷成本的变化趋势上看，由于上市银行普遍在 08 年第四季度加大了信贷成本的计提力度，加上 09 年由于大规模的信贷投放缓解了企业的现金流压力，降低了 09 年不良贷款暴露的风险；迅速推出“4 万亿”财政刺激计划令 09 年经济“保八”目标实现的可能性加大。因此 09 年资产质量将远远好于我们年初的预期，因此我们目前判断银行 09 年全年的信贷成本与 08 年相比整体将出现下降，下降至 0.61%左右的水平，08 年的信贷成本平均为 0.88%。

银行 10 年信贷成本的变化取决于宏观经济走势的变化以及微观经济主体经济效益的变化；整体具有较大的不确定性；由于整体经济复苏的预期日益强烈，但是经济复苏之路可能有反复，而整体银行系统在 09 年大幅度增加的 8 万亿贷款有可能部分在 10 年出现质量问题，而且 10 年在经济复苏和通货膨胀预期的影响下，银行的贷款规模扩张速度会放缓，这使得在信贷成本计算过程中的分母会朝不利的方向发展，但是如果经济复苏情况好于我们预期，则资产质量问题会比我们设想的好，信贷成本也有可能不会有明显的增长，我们目前出于谨慎角度，预计上市银行 10 年的信贷成本整体由小幅度反弹的过程，平均反弹到 0.70%左右的水平。具体情况参见表 10：

表 10：上市银行 09、10 年信贷成本预测

	2007	2008	2009E	2010E
招商银行	0.49	0.28	0.38	0.45
浦发银行	0.69	0.54	0.27	0.4
兴业银行	0.4	0.8	0.6	0.7
民生银行	0.44	0.99	0.66	0.85
华夏银行	1.25	1.44	0.7	0.72
深发展	1.02	2.91	0.76	0.8
工商银行	0.86	0.82	0.56	0.65
建设银行	0.65	0.92	0.64	0.7
交通银行	0.64	0.94	0.6	0.68
中国银行	0.36	0.84	0.79	0.9
中信银行	0.55	1.01	0.51	0.8
北京银行	0.45	0.92	0.29	0.65
宁波银行	0.31	0.94	0.42	0.8

南京银行	0.67	1.17	0.55	0.85
合计	0.64	0.88	0.61	0.7

3.3 其他盈利预测前提

除了净息差和信贷成本的假设之外，其余上市银行盈利预测的前提条件如下：

- 1、09 年新增贷款规模为 8 万亿，上市银行平均的生息资产规模增速在 20% 以上，10 年我们预期下降至 17%-18% 左右。
- 2、非息业务收入增速保持平稳，09 年平均增长在 10% 以内，10 年增速有所恢复，恢复到 15% 左右水平。
- 3、成本收入比 09 年有所增长，平均增长 1-2 个百分点，10 年随着收入增速的提高，平均下降 1 个百分点左右。
- 4、有效税率保守假定与 08 年水平持平
- 5、不考虑营业税的可能改革

3.4 盈利预测结果

在以上盈利预测假定的基础上，我们对于上市银行 09、10 年的盈利预测进行了一定的调整，最新的盈利预测情况见表 11：

表 11：上市银行最新盈利预测一览

	2008PS	2009EPS	2010EPS	2008BVPS	2009BVPS	2010BVPS
浦发银行	2.21	2.2	2.5	7.33	9.91	12.46
华夏银行	0.7	0.74	0.82	5.49	6	6.7
民生银行	0.42	0.52	0.56	2.86	3.3	3.8
招商银行	1.43	1.3	1.45	5.41	6.4	7.7
兴业银行	2.28	2.3	2.6	9.8	11.5	13.8
深发展 A	0.2	1.45	1.59	5.28	6.9	8.2
中信银行	0.34	0.35	0.4	2.44	2.66	2.91
北京银行	0.87	0.9	1.1	5.43	6.4	7.2
南京银行	0.79	0.9	1	6.15	6.5	7.3
宁波银行	0.53	0.56	0.6	3.52	3.91	4.3
工商银行	0.33	0.37	0.4	1.8	1.95	2.21
建设银行	0.4	0.42	0.48	2	2.31	2.62
交通银行	0.58	0.61	0.7	2.96	3.6	4.3
中国银行	0.25	0.28	0.33	1.84	1.98	2.16
平均增速	30.46%	8.57%	12.71%			

四、09 年下半年银行业投资策略

进入 5 月下旬到 6 月上旬期间，银行股持续跑赢大盘，主要原因在于：1、估值水平差异，特别是 A、H 股价差缩小促使工、建、中、交等大银行在近期表现突出；2、宽松货币政策持续，有助于银行信贷继续保持同比多增的态势，但是通胀

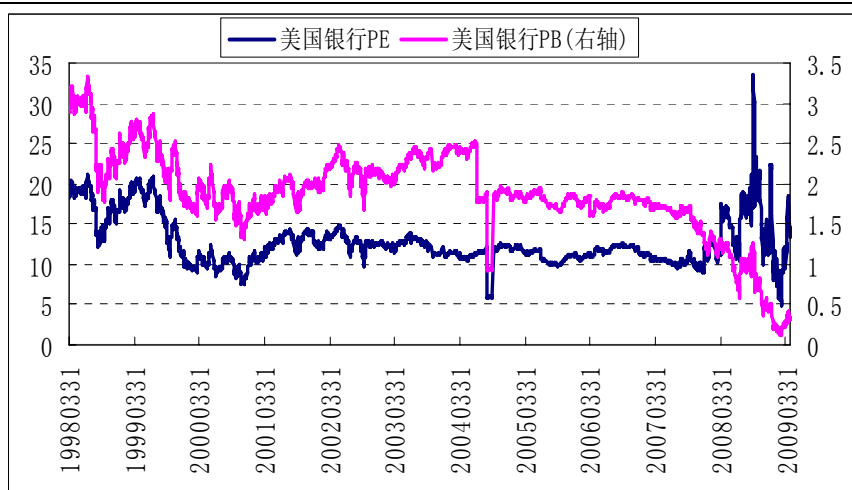
预期的抬头又使得降息或者说缩小息差的不对称降息可能性逐步减少，未来银行将从量升价跌步入到量升价稳，在三季度以后，可能逐渐步入到量升价升的良性通道之中；3、经济复苏预期在加强或者说是逐渐达到共识，银行未来资产质量压力缓解，10年的信贷成本上升压力在缓解，有助于银行提高盈利能力。在这些因素刺激下，相对估值水平较低的银行在近期持续得到资金青睐，这种情况可能将会持续一段时间。

从上市银行的估值情况看，我们并不十分认可市场认为的相对于其他板块而言，银行股被严重低估的观点，我们认为结合行业特性和国际可比的银行估值，目前上市银行的估值水平位于合理估值区间内，原因在于：1、市场认为由于信贷规模的大幅增长，因此对于银行资产质量的疑虑可以消除，这种消除有助于使银行突破2倍左右的PB估值的限制使银行的估值水平上移，但是我们认为09年银行的资产质量确实比我们年初预期的要明显优化，整体行业的不良贷款率会在信贷规模大量增长的基础上继续下降，信贷成本也会在信贷规模增长和08年四季度刻意做高的情况下与08年水平相比出现下降，但是如果我们不认为10年宏观会全面迅速复苏的话，09年大量增加的4万亿贷款会使得10年银行业的信贷质量出现反复；2、虽然整体银行的涨幅相对于其他板块而言严重滞后，但是目前我们银行的估值水平不论是与其长期历史估值相比还是与国际可比的银行同业相比都位于合理估值区间内，只能说是整体略有低估而已。具体参见表12和图6

表12：银行股最新估值水平一览

	收盘价 (6.16)	2008PE	2009PE	2010PE	2008PB	2009PB	2010PB
浦发银行	21.05	13.32	13.07	11.76	4.02	2.97	2.37
华夏银行	11.64	16.63	15.73	14.20	2.12	1.94	1.74
民生银行	7.57	18.02	14.56	13.52	2.65	2.29	1.99
招商银行	21.15	14.79	16.27	14.59	3.91	3.30	2.75
兴业银行	31.55	13.84	13.72	12.13	3.22	2.74	2.29
深发展A	22.59	112.95	15.58	14.21	4.28	3.27	2.75
中信银行	5.65	16.62	16.14	14.13	2.32	2.12	1.94
北京银行	14.98	17.22	16.64	13.62	2.76	2.34	2.08
南京银行	15.27	19.33	16.97	15.27	2.48	2.35	2.09
宁波银行	11.2	21.13	20.00	18.67	3.18	2.86	2.60
工商银行	4.87	14.76	13.16	12.18	2.71	2.50	2.20
建设银行	5.57	13.93	13.26	11.60	2.79	2.41	2.13
交通银行	8.44	14.55	13.84	12.06	2.85	2.34	1.96
中国银行	4.11	16.44	14.68	12.45	2.23	2.08	1.90
平均		23.11	15.26	13.60	2.96	2.54	2.20

图 6：美国银行经济复苏期 PE 在 10-15 倍、平均 13 倍； PB 在 2-2.5 倍，平均 2.3 倍



美国银行在互联网泡沫后经济复苏阶段 (2002-2003) PE 在 10-15 倍、平均 13 倍；PB 在 2-2.5 倍，平均 2.3 倍。当前 PE=14.7、PB=0.34。

数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

但是目前银行股的平均估值相对于其他板块却是有一定的低估，而且随着经济走势的明朗，可能银行股的经营情况还会好于我们的预期，这有助于推动银行板块估值的降低和继续往合理估值水平的上限回复，我们目前维持整体银行板块同步大势的评级，在二季度投资策略上，整体我们维持前期的主要观点，同时更加强调估值水平是否偏低，我们在银行 5 月份月报中提及的相对于理论可以达到的 09 年的合理 PB 估值偏低的银行建行、浦发、工行、交通、兴业和深发展在目前市场中都得到了较好的追捧，未来这种情况可能将会继续持续。同时也建议投资者可以重点关注相对估值水平偏低的华夏、中信和中国银行在未来的补涨机会。目前在大盘面临调整压力之下，我们相对更加看好大银行的防御机会，如果未来随着大盘逐渐调整和经济复苏预期更加明确，从未来的上涨动力和业绩可能上调的空间上看，我们依然持续看好优质股份制商业银行的长期机会，浦发、兴业、招商以及正在向优质银行转变的民生和深发展都可以长期关注。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券有限责任公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209