

银行业：布局迎接贷款利率上浮和抵质押物价格上升

银行业

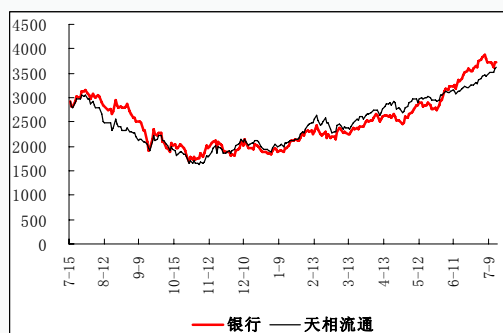
增持（维持）

报告日期：2009 年 7 月 16 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	3722.23	17.10
天相流通指数	3643.70	17.82
上证指数	3188.55	16.21

行业指数近一年走势图



本报告关注点：

- 预计银行业整体净利息收入在一季度见底，而贷款规模和定价提高而有望使净利息收入超预期增长；
- 股权价值提升反映偿债能力改善，抵押品价值提升使拨备要求下降，短期内资产质量风险较小；
- 综合考虑净息差变化趋势、资产质量变化趋势和估值状态，我们建议关注兴业银行、深发展A、南京银行。

投资要点：

- **净利息收入环比增长较为确定：**一季度净利息收入未能实现“以量补价”。但随着一季度贷款集中重定价的完成，未来净息差的压力已明显减小。预计净利息收入将进入环比上升通道；但因基数原因，同比仍将下降。
- **关注资产规模和定价的变化趋势：**净利息收入超预期增长的可能性主要来自规模增长的持续性和资产定价的提升。因货币政策保持适度宽松，民间投资有回暖迹象，预计这两方面因素均有望向利多方向变动。下半年贷款重定价比重高、贷款投放多的银行更可能表现出超预期的净利息收入增长。但同时需要关注央行公开市场操作中体现的调控思路。
- **资产质量总体稳定：**股价的回暖和信用利差的收窄，从一定程度上反映了资产质量预期的好转。预计随着经济复苏，企业盈利回升，特别是出口形势好转，资产质量也将好转。同时抵质押物价格上升，即使发生违约，实际损失也在减小。预计房地产和制造业贷款比重高，抵质押比例高的银行将获益。
- **投资建议：**考虑到净利息收入进入上升通道，资产质量稳定，且PE估值处于市场低端，我们维持对银行业的“增持”评级。建议关注规模增长和贷款定价有望超预期，受益于企业盈利回升和抵质押资产价格提升，且估值仍具吸引力的兴业银行、深发展A和南京银行。

分析师—王逸峰

010-66045463 wangyf@txsec.com

首席分析师—石磊

010-66045557 shil@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

目 录

1. 银行股的定位	5
2. 利率风险	6
2.1 回顾：降息导致净利息收入环比下降	6
2.2 现状：净息差的负面因素减弱	7
2.2.1 一季度后资产重定价速度趋缓	8
2.2.2 流动性依然充裕，市场利率企稳	10
2.3 博弈：信贷后续增长和贷款定价提升	11
2.3.1 选择信贷规模和贷款定价风险的理由	12
2.3.2 中性假设下的净利息收入展望	12
2.3.3 敏感性分析，超预期因素的判断	13
3. 信用风险	16
3.1 资产质量预期改善	16
3.2 抵质押品价值提升减轻拨备负担	18
4. 估值优势依然存在	20



图目录

图 1: 规模和净息差因素对银行整体净利息收入环比增速的贡献(%)	6
图 2: 各上市银行净息差情况(%)	6
图 3: 各上市银行 2009 年 1 季度存贷款环比增速(%)	7
图 4: 各类银行相对于天相流通的累计涨幅	7
图 5: 2008 年末各上市银行贷款重定价期限结构(%)	8
图 6: 2008 年末各上市银行定期存款重定价期限结构(%)	8
图 7: 2008 年末各上市银行债券投资重定价期限结构(%)	9
图 8: 近几个月新增贷款结构(亿元)	10
图 9: 2008 年以来各月利率上下浮动的贷款比重(%)	10
图 10: 最近一年国债和 SHIBOR 收益率(%)	11
图 11: 降息以来四川省金融机构贷款利率情况(%)	12
图 12: 各上市银行 2008 年上半年日均贷款利率(%)	14
图 13: 商业银行不良贷款(亿元)和不良贷款率(%)情况	16
图 14: 商业银行不良贷款(亿元)和不良贷款率(%)情况	16
图 15: 2008 年末贷款主要行业分布(%)	17
图 16: 2008 年末各银行贷款担保物情况(%)	18



表目录

表 1: 各银行重定价压力比例情况.....	9
表 2: 基础假设下各银行净利息收入的变化趋势.....	13
表 3: 预计各银行净利息收入的变化趋势.....	15
表 4: 2008 年末不同行业不良贷款率情况.....	17
表 5: 受益抵押品升值的贷款比例.....	18
表 6: 信贷成本敏感性.....	19
表 7: 2009 年净利润增长驱动因素分解.....	20
表 8: 上市银行估值表.....	20



1. 银行股的定位

我们认为，对于银行这样市值最大，受关注程度较高的行业板块，其基本面的确定性变化往往能迅速在股价上得到反映。我们将需要通过主动承担适当的风险来获取更高收益。因此，比起确定性的增长因素，我们将更关注可能超预期的因素。

我国银行业的盈利主要取决于银行的规模、净息差和资产质量。非利息收入，费用控制等因素的影响仍较小。据我们了解，目前市场上对规模快速增长的持续性存在分歧，对资产质量问题的认识也存在分歧，而对净息差见底企稳的预期较为一致。

我们认为，至少就中短期而言，信贷规模的较快增长仍将持续，资产质量的问题也不会爆发。在较宽松的货币政策环境下，随着经济的回暖，民间贷款需求的提升，我们预计未来信贷规模仍将有较快增长，净息差也有望随贷款定价而提高。在流动性充裕的背景下，企业还款能力也将改善；即使发生违约，抵押品价值的提升也使银行的最终损失减小。由此来看，短期适当承担利率风险和信用风险，有望取得更高的回报。

本文将首先分析净利息收入的确定性增长，指出 2008 年四季度和 2009 年一季度净利息收入环比下降的趋势不会延续，净利息收入将进入环比提升通道。随后，我们将对贷款规模、贷款定价、贷款质量三方面好于预期的可能性进行探讨。我们认为分支机构扩张和区域经济振兴是规模超预期的信号；历史上贷款平均定价较高的银行往往具备更多的中小企业客户，未来定价提升的可能性也较高；土地等抵押品持有比例较高的银行，受益于抵押物价值提升的幅度较大。

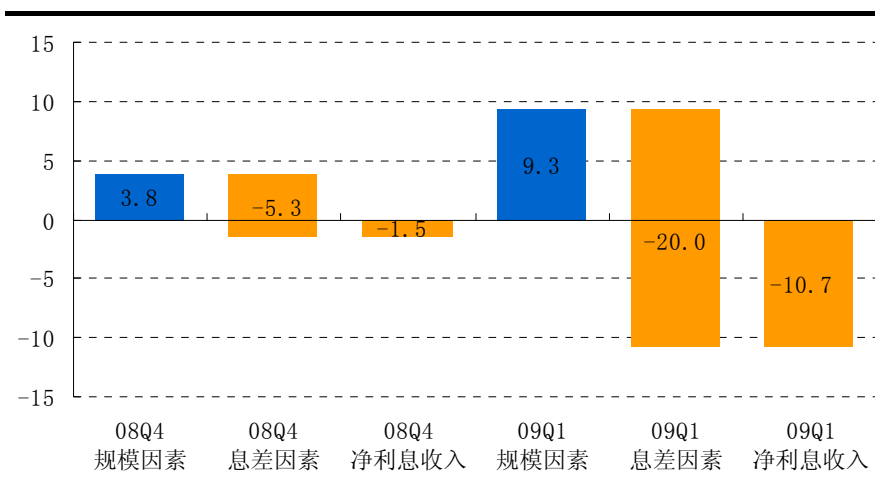
我们预计 2009 年和 2010 年银行业净利润增速分别为 10.5% 和 14.4%。银行股的估值水平仍处在市场低端。

2. 利率风险

2.1 回顾：降息导致净利息收入环比下降

降息是利率风险的集中体现。受降息等因素影响，2008 年第 4 季度开始，上市银行净息差出现明显下降。尽管生息资产规模实现了较快的环比增长，但净利息收入却连续两个季度环比下降。

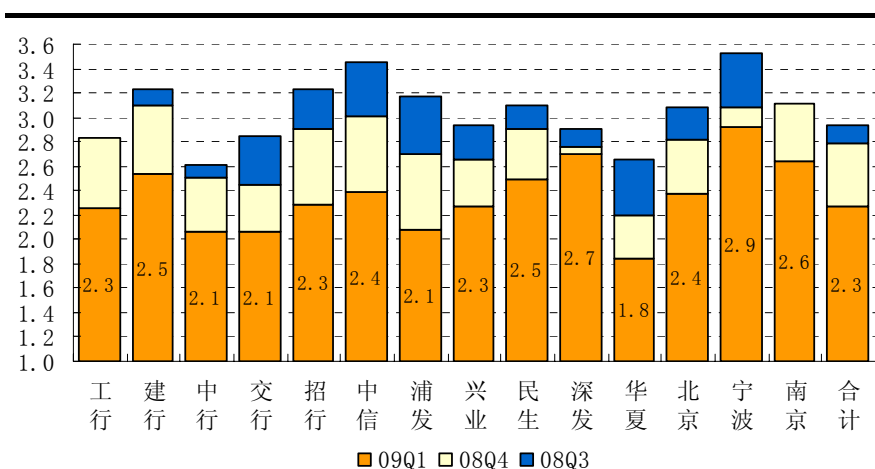
图 1：规模和净息差因素对银行整体净利息收入环比增速的贡献(%)



资料来源：公司数据，天相投顾测算

从净息差来看，2008 年 4 季度，上市银行加权平均净息差为 2.78%，环比下降 15BP。2009 年 1 季度，净息差为 2.27%，环比下降 51BP。两个季度中，浦发银行和中信银行净息差累计降幅最大，分别为 110BP 和 106BP；深发展和南京银行降幅最小，分别为 22BP 和 23BP。

图 2：各上市银行净息差情况(%)

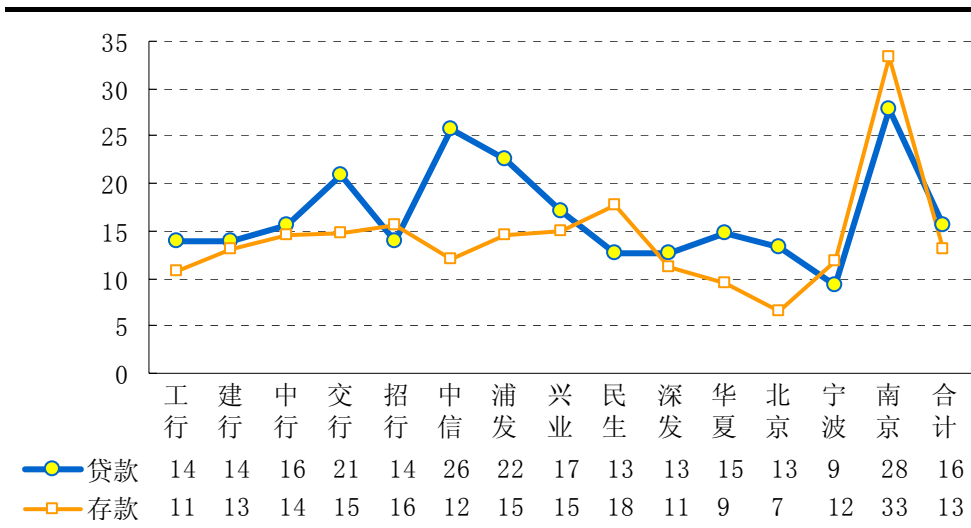


资料来源：公司数据，天相投顾测算

注：基于期初期末平均余额计算

从存贷款规模来看,2009 年 1 季度银行业新增人民币贷款 4.6 万亿元,接近 2008 年全年水平。上市银行贷款总额较年初大幅增长 15.6%;存款较年初增长 13.0%。多数银行存贷比提高。

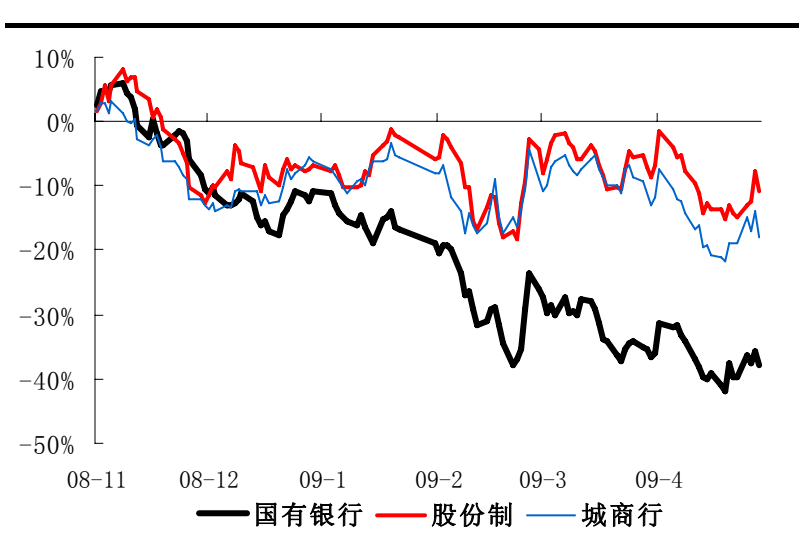
图 3: 各上市银行 2009 年 1 季度存贷款环比增速(%)



资料来源: 公司数据, 天相投顾测算

我们认为净利息收入的环比下降是银行股从 2008 年 11 月到 2009 年 4 月,即 2008 年 3 季报披露完成后到 2009 年 1 季报披露完成期间, 银行股跑输天相流通指数的重要原因。

图 4: 各类银行相对于天相流通的累计涨幅



资料来源: 天相投资分析系统

2.2 现状: 净息差的负面因素减弱

尽管 1 季度上市银行净利息收入环比大幅下降, 但我们预计这种情况不会持续, 上市银行的整体净利息收入有望自 2 季度起进入环比上升通道。为此, 我们首先从 1 季度净息差环比大幅下降的原因说起。

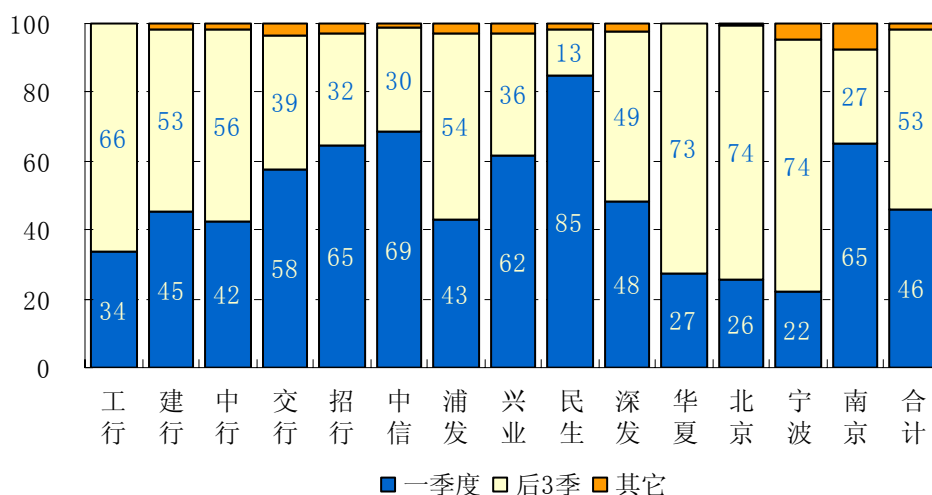
我们认为 1 季度净利息收入的大幅下降，主要是因为：降息效应的滞后表现，一季度生息资产重定价比例远高于计息负债；新增贷款中，低收益率的贴现贷款比重较高；流动性充裕带来资金收益率下降。但我们认为这些因素的负面影响都在减弱。

2.2.1 一季度后资产重定价速度趋缓

我们认为，贷款的集中重定价是一季度净息差大幅下降的重要原因。我们更关心受利率变化较直接的贷款、定期存款和债券投资的重定价情况。上市银行 2008 年末的贷款中有 46.0% 于一季度重定价，股份制银行的这一比例普遍较高，民生银行更是高达 85.0%。贷款在一季度集中重定价，主要是因为住房按揭贷款往往在年初重定价，同时往年一季度发放贷款的比重也较高。

2008 年末，各银行贷款、定期存款和债券的重定价期限结构如下。实际上，降息可能使企业提前还款并寻求再融资，从而加速贷款重定价。

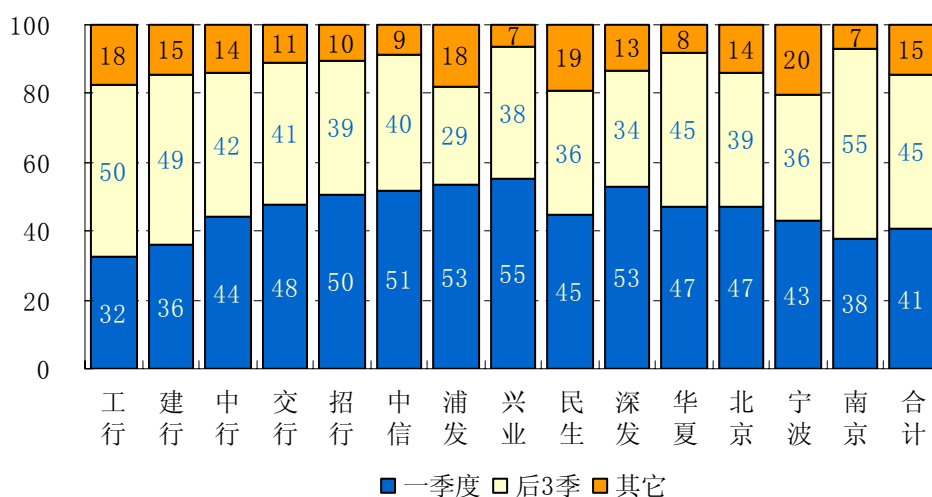
图 5：2008 年末各上市银行贷款重定价期限结构(%)



资料来源：公司数据，天相投顾测算

注：均以集团口径衡量，下同

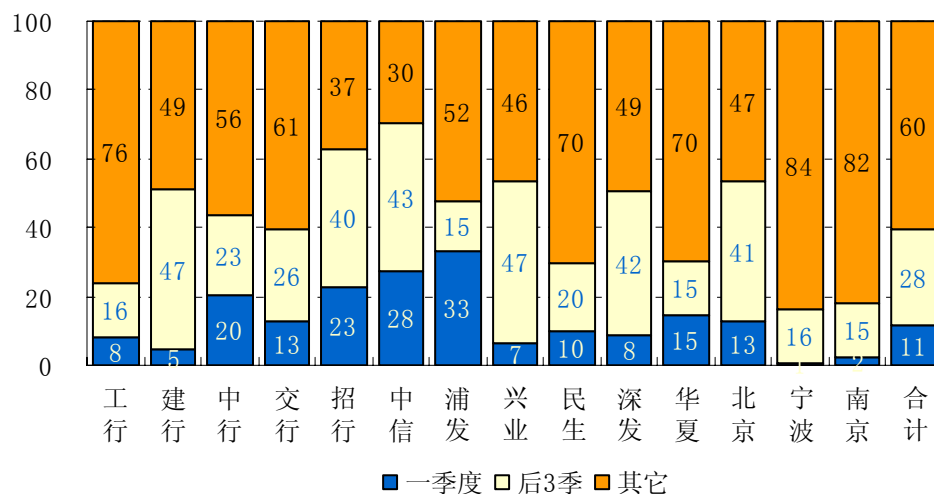
图 6：2008 年末各上市银行定期存款重定价期限结构(%)



资料来源：公司数据，天相投顾测算



图 7：2008 年末各上市银行债券投资重定价期限结构(%)



资料来源：公司数据，天相投顾测算

而一季度贷款重定价比例较高，也意味着未来几个季度重定价的压力大幅减小。我们以利率风险敞口与 2009 年初的生息资产之比来简单衡量重定价情况的变化（算法见表 1 注）。一季度利率风险敞口占生息资产的 25.5%，而后 3 个季度合计为 43.3%。可见总体而言，后 3 个季度重定价压力依然存在，但平均每个季度的压力相对有所减少。

进一步看，国有银行后 3 个季度重定价压力普遍较大，其它银行则分化明显。其中，民生银行和南京银行后 3 个季度的利率风险敞口已经转负，这意味着它们的净息差环比提升的可能性最大；而宁波银行、华夏银行等的情况正相反。

表 1：各银行重定价压力比例情况

%	1 季度	后 3 季	%	1 季度	后 3 季
工行	4.1	13.6	招行	20.4	10.5
建行	9.2	20.0	中信	19.3	6.1
中行	5.9	14.5	浦发	4.9	18.5
交行	13.6	10.0	兴业	11.7	11.2
国有行	6.9	15.3	民生	34.4	-5.1
北京	0.7	31.8	深发	1.8	18.4
宁波	-5.7	25.7	华夏	-3.6	18.7
南京	14.8	-3.5	股份制	14.7	10.4
城商行	1.8	25.5	合计	25.5	43.3

资料来源：公司数据，天相投顾测算

注：我们定义：重定价压力比例=当期利率风险敞口/年初生息资产；利率风险敞口=贷款+债券-定期存款。我们忽略了同业资产和负债，这两者产生的净敞口相对较小

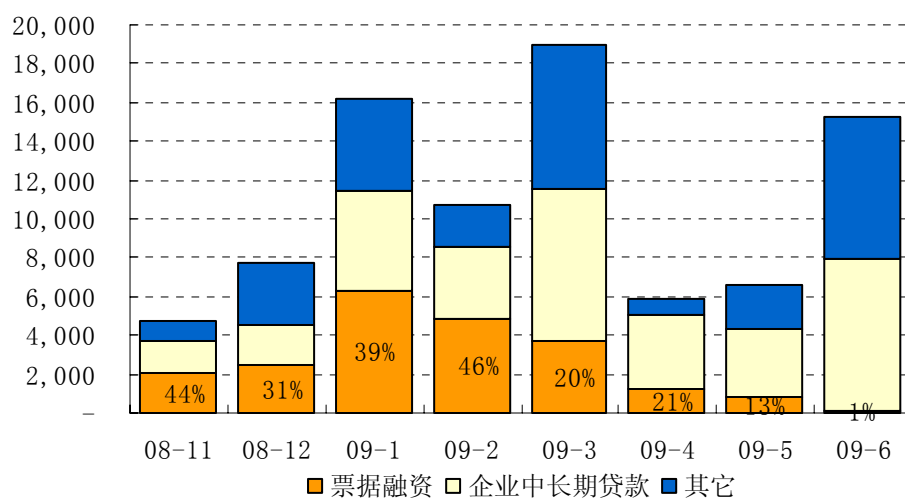
不过，我们并不希望简单地以重定价压力作为选股的重要依据。重定价压力减小的银行，净利息收入环比增长的确性最高，股价也均有所反映。从 2009 年 5 月起，即年报和季报披露完成后，民生银行和南京银行的股价反映均较好；而华夏银行的股价反映则较差。

2.2.2 流动性依然充裕，市场利率企稳

2008年11月起，我国信贷投放明显加快。2009年1-6月，新增人民币贷款已达7.37万亿元，远超过2008年全年水平。并且二季度以来，新增贷款仍始终高于预期，流动性依然充裕。通常，在流动性充裕的环境下，贷款和债券的收益率都将下降。从贴现贷款比重提高，利率上浮贷款比重的减少，和债券收益率的下降中可以得到反映。

首先从贴现贷款比重来看，从2008年11月至2009年3月，票据融资占新增贷款的比重竟达到1/3，而其加权平均利率仅为1.88%，低于半年期存款利率。这对银行新业务的净息差产生了较明显的拖累作用。

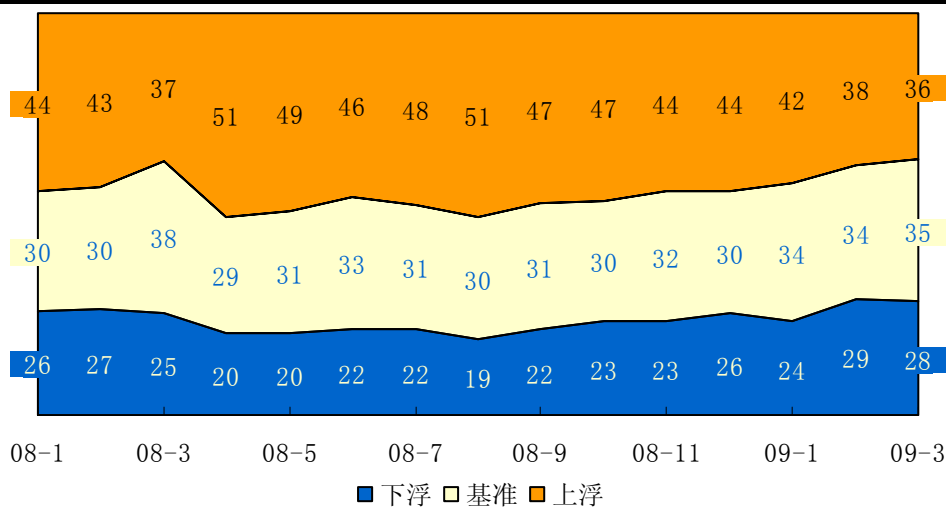
图 8：近几个月新增贷款结构（亿元）



资料来源：央行数据，天相投顾整理

而从一般贷款的定价来看，自降息以来，利率上浮的贷款比重也有明显下降。2008年8月，上浮贷款的比重为50.6%，下浮贷款的比重为18.9%；而到2009年3月，上浮贷款的比重为36.4%，下浮贷款的比重为28.4%。

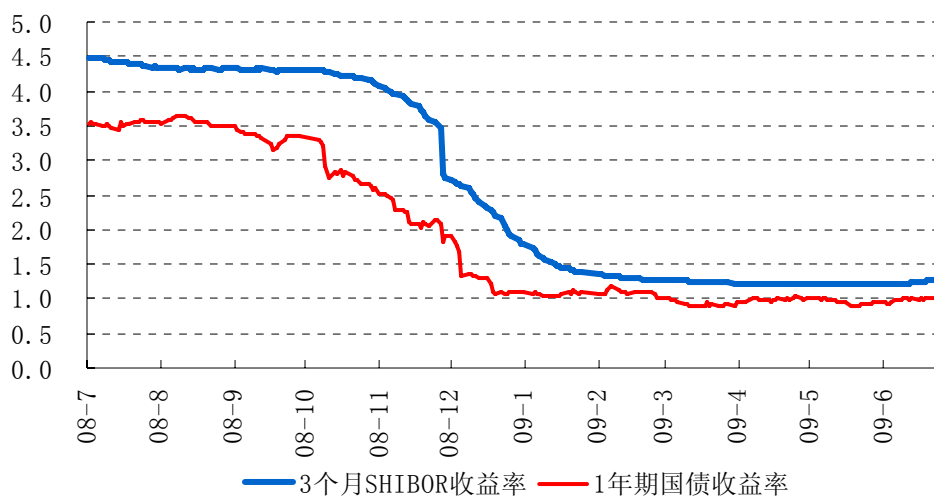
图 9：2008年以来各月利率上下浮动的贷款比重（%）



资料来源：央行数据，天相投顾整理

而从债券和同业市场来看,收益率均有明显下降,降幅超过存贷款基准利率降幅。

图 10: 最近一年国债和 SHIBOR 收益率 (%)



资料来源: Bloomberg, 天相投顾整理

首先我们需要指出,短期来看,比起净息差,我们更关心净利息收入的变化,“以量补价”是一个可行的策略;大量增加票据融资有助于提升银行价值。进一步说,由于一般贷款的利率受到下限管制,在经济下行时期对很多企业并无吸引力;票据融资的定价则更为市场化。在“保增长”的大背景下,如果银行未以票据融资的形式为市场提供足够的流动性,则央行将很可能采取进一步降息的措施,这将使银行绝大部分资产的收益率下降。大量增加票据融资,实际上是银行通过出让小部分利益,保障整体净利息收入的有效方法。我们注意到,尽管2008年末市场普遍预期2009年仍会降息,但实际至今都没有。另一方面,票据融资的安全性相对较高。在年初银行对宏观经济判断不明朗的时候,超配低风险资产是一种合理的选择。

其次我们注意到,即使剔除票据融资,上半年新增贷款也达到了5.66万亿元。今年3月以后,新增票据融资占新增贷款的比重逐步减小。中长期贷款的比例则明显提高。初步测算,票据融资占贷款总额的比重约为10%,而贷款约占生息资产的50%。票据融资比重每1个百分点的变动,对银行业整体净息差的影响约为1.7BP。

此外,债券和同业市场的收益率已经走稳,并有望随通胀预期的升温而提高;而上浮贷款的比重,也有望随着民间投资的反弹而回升。可以说,上述三方面的负面因素均已经减弱或转向正面。

2.3 博弈: 信贷后续增长和贷款定价提升

至此我们已经看到,未来银行业净利息收入,环比上升的趋势已较明确。我们将先给出一组较确定的基础假设,并在此基础上着重分析信贷后续增长、贷款定价提升等不确定因素的影响,从而判断业绩超预期的可能性。

我们认为,通过承担更多信贷规模和贷款定价的风险,将有望取得更高的收益。同时,我们应当能够随时监控这些风险,是否向不利的方向变化。

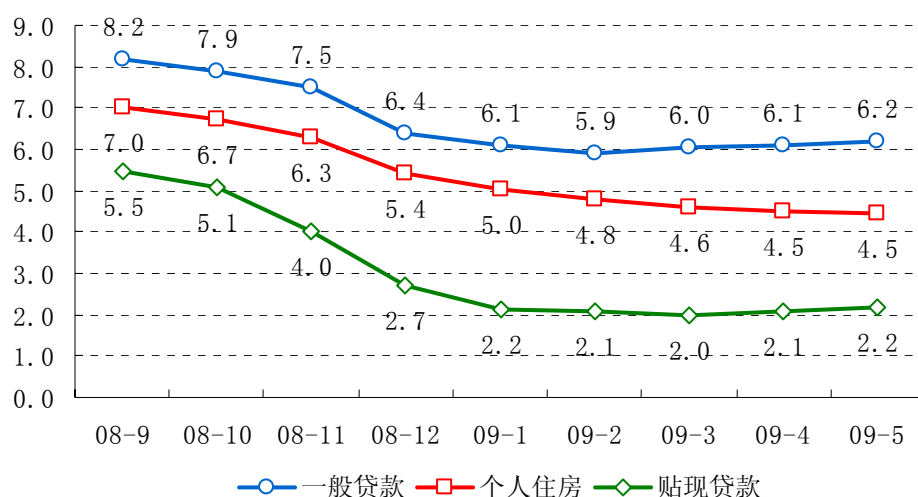
2.3.1 选择信贷规模和贷款定价风险的理由

我们对未来信贷持续增长的信心，来自资金供求两方面。随着股份制商业银行超额准备金的消耗，目前货币政策对市场货币供应量的影响更为显著。而央行货币政策委员会二季度例会认为，目前经济回升的基础还不够稳固；央行将按照党中央、国务院的统一部署，实行适度宽松的货币政策，加大金融对经济增长的支持力度。我们认为，通过对央行公开市场操作的跟踪，能够较好的判断信贷规模的变化趋势。

而从资金需求方面来看，银行家问卷调查显示，二季度贷款需求指数达到 68.2%，环比提高 0.7 个百分点。这也是我们预期未来贷款利率上浮的重要原因。

此外，民间投资回暖的迹象，也使我们对未来贷款利率的上浮更具信心。从统计局发布的固定资产投资完成额来看，5 月单月国有及国有控股单位完成额占固定资产投资总额的 42.6%，较 4 月下降 1.9 个百分点，表明民间投资的比重有所提高。一般认为，商业银行对民间贷款的溢价能力较高，因此这也意味着贷款整体利率的上浮。而从人行成都分行的统计数据来看，2009 年 2 月一般贷款和贴现贷款利率见底之后，近期已呈现回升迹象。我们认为，上述指标均可以用来跟踪贷款定价的变化趋势。

图 11：降息以来四川省金融机构贷款利率情况（%）



资料来源：四川省政府信息——人行成都分行统计数据，天相投顾整理

当然，信贷规模和贷款定价可能呈现一定的负相关性。但我们认为，就银行个体而言，规模的增长和贷款定价的提高并不冲突；而就银行业整体而言，我们认为资金需求的增长将快于资金供给的增长，因而规模的增长和贷款定价的提高也有望兼得。

2.3.2 中性假设下的净利息收入展望

基础情况下，针对二季度的主要假设包括：

规模方面：假设二季度末贷款较 1 季度末增加 8.0%（其中国有银行增长 6.0%，其它商业银行增长 11.8%），存款增加 8.5%，债券投资增加 9.0%；假设同业资产和负债相抵，忽略债券发行，剩余资产负债变化由准备金变动配平；

存贷款结构方面：假设住房贷款、活期存款比重保持在年初水平，二季度新增贴现贷款比重为 8%；

贷款利率方面：增量贷款中，住房贷款利率维持在 4.45%，贴现贷款利率维持在 1.88%（保守），一般贷款利率为 5.31%（稍后进行变动分析）。

针对全年的主要假设与此相仿，全年新增贷款 10 万亿，或 33%，剩余贷款主要于三季度发放完毕。

基于上述假设，我们预计二季度上市银行净利息收入将环比提高 7.8%，但上半年同比仍下降 7.4%；全年净利息收入同比下降 4.5%。

表 2：基础假设下各银行净利息收入的变化趋势

%	二季度环比	上半年同比	全年同比	%	二季度环比	上半年同比	全年同比
工行	6.1	-9.7	-8.5	招行	10.7	-17.2	-7.7
建行	4.4	-6.4	-6.1	中信	16.8	-14.0	-6.4
中行	7.7	-6.1	-3.7	浦发	14.0	1.5	4.5
交行	13.9	-5.7	2.0	兴业	10.1	-5.1	1.7
国有行	6.7	-7.5	-5.7	民生	11.4	-1.8	4.2
北京	7.5	-0.8	0.0	深发	7.4	8.6	15.3
宁波	1.9	10.5	7.6	华夏	9.5	-14.6	-6.3
南京	12.0	9.1	13.6	股份制	11.9	-8.1	-0.9
城商行	7.2	2.7	3.4	合计	7.8	-7.4	-4.5

资料来源：天相投顾预测

2.3.3 敏感性分析，超预期因素的判断

我们认为，信贷规模的持续增长是促使业绩超预期的首要因素。据我们测算，对多数银行而言，二季度资产负债规模每较一季度末多增 1 个百分点，二季度净利息收入环比增速增加 0.4 个百分点，上半年同比增速增加 0.2 个百分点；后三个季度资产负债规模每较一季度末多增 1 个百分点，全年净利息收入同比多增 0.2 个百分点。

需要注意的是，即使在同样流动性环境下，各银行规模增速也不尽相同。从央行金融数据来看，二季度股份制银行信贷规模增速远快于国有银行。我们认为信贷规模的差异主要由分支机构建设，主要经营区域经济发展差异等因素引起。

从分支机构建设来看，我们预计未来南京银行、宁波银行等的规模均有望实现高速增长。从图 3 中我们已经可以看到，南京银行一季度贷款增长 27.8%，存款也增长 33.3%，规模增长迅猛。

从区域经济差异角度，我们认为同时受益于几个中心建设，跨境贸易人民币结算试点的深圳、上海地区，受益于海西经济圈的福建地区经济发展有望加速，深发展、浦发银行、兴业银行受益较大。另从跨境贸易对手方来看，永隆银行、中信国金等香港机构也将受益，从而使招商银行、中信银行受益。

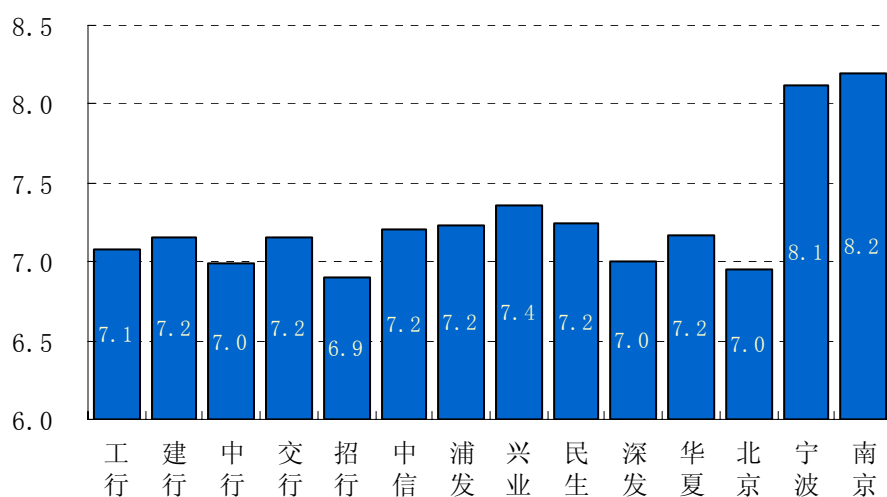
我们认为，贷款定价将是促使业绩超预期增长的另一重要因素。据我们测算，如果二季度起新增一般贷款的平均定价每相对基准利率在上浮 5%，将使整个二季度净利息收入环比增速提高 0.9 个百分点，上半年同比增速提高 0.4 个百分点；全年同比增速提高 0.9 个百分点。

值得注意的是，由于我们假设贷款重定价周期不短于 1 年，因此已经在一季度重定价的贷款，将不能享受未来市场利率环境变化带来的定价提升。在这一分析思路下，如果未来市场利率提升，则一季度完成重定价的贷款不幸地发生于本轮周期的利率低点。

我们还需指出，在同样利率环境下，各银行定价提高的幅度也并不相同。这可以从各银行历史上的贷款平均利率中得到反映。以基准利率相对稳定的 2008 年上半年为例，南京银行和宁波银行的贷款利率上浮最多，而招商银行和北京银行的平均贷款定价最低；另外，兴业银行的贷款利率也相对较高。

就 2009 年而言，由于经济刺激方案对贷款的拉动作用较强。我们认为银行在该类贷款上溢价能力较弱，且国有银行该类贷款比重较高，因此国有银行贷款利率可能呈下浮。而中小银行对中小企业贷款的比重相对较高，因此平均贷款利率也将较高。综合贷款利率上浮的可能性和对净利息收入的影响，我们认为宁波银行、南京银行、兴业银行、浦发银行、华夏银行等的业绩提升空间较大。

图 12：各上市银行 2008 年上半年日均贷款利率（%）



资料来源：公司数据，天相投顾整理

注：三大行剔除了境外贷款；统计中包含了贴现贷款

影响净利息收入的因素还包括贴现贷款的比重，贴现贷款的利率，活期存款的比重等要素。我们预计，保持其它条件不变，增量贷款中贴现贷款比重每下降 5 个百分点，全年净利息收入增速提高 0.4 个百分点；全部贴现贷款利率每提高 50BP，全年净利息收入增速提高 0.2 个百分点；全部活期存款占比每提高 1 个百分点，全年净利息收入增速提高 0.5 个百分点。

考虑各银行贷款规模增长、定价提升，贴现贷款定价提升、比例下降，活期存款比例提升等因素，以及这些因素在各银行之间的差异，我们对前述基准假设进行修正。综合预计二季度净利息收入环比增长 7.2%，上半年同比下降 7.7%，全年同比下降 4.7%。

我们预计南京银行、宁波银行、深发展等的净利息收入有望较快增长；此外，浦发银行、兴业银行超预期的可能性也较大；而招商银行、华夏银行、中信银行等净利息收入降幅可能较大。

表 3：预计各银行净利息收入的变化趋势

%	二季度环比	上半年同比	全年同比	%	二季度环比	上半年同比	全年同比
工行	5.4	-10.0	-8.9	招行	9.6	-17.6	-10.0
建行	3.9	-6.6	-6.3	中信	15.8	-14.4	-8.4
中行	7.0	-6.4	-4.2	浦发	13.5	1.3	4.3
交行	13.8	-5.7	2.0	兴业	9.9	-5.1	2.4
国有行	6.1	-7.7	-6.0	民生	11.4	-1.8	2.0
北京	5.9	-1.6	-0.7	深发	6.8	8.2	14.0
宁波	4.4	11.8	14.4	华夏	8.9	-14.9	-5.8
南京	14.8	10.5	18.6	股份制	11.3	-8.3	-2.2
城商行	7.1	2.7	5.0	合计	7.2	-7.7	-5.0

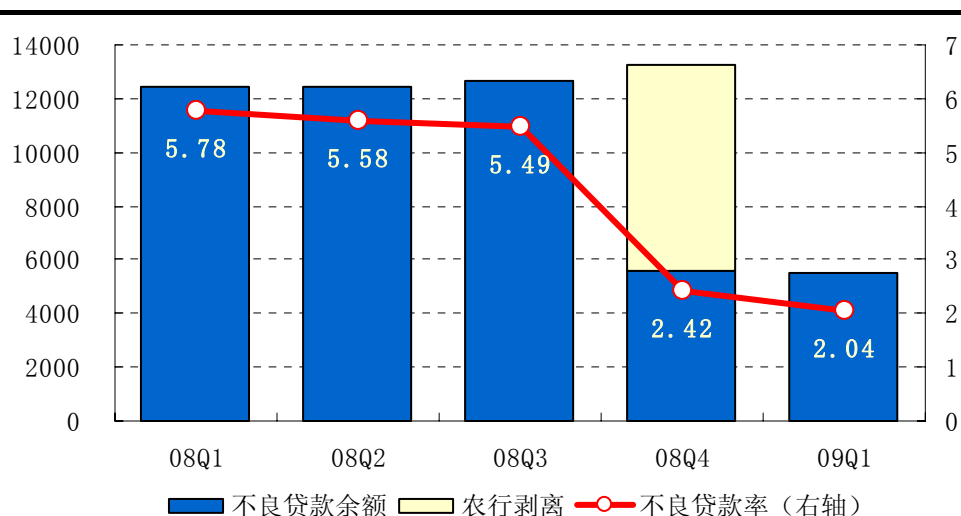
资料来源：天相投顾预测

3. 信用风险

3.1 资产质量预期改善

信贷规模的快速扩张，对信贷风险控制提出了更高的要求。不过仅就目前来看，银行业整体不良贷款仍延续双降的态势。2009 年一季度末，商业银行的不良贷款率降至 2.04%。

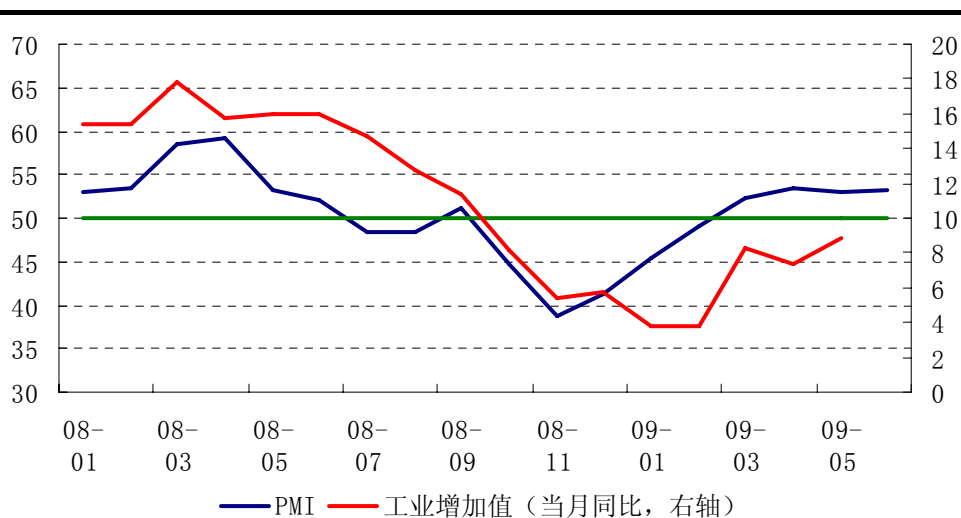
图 13：商业银行不良贷款（亿元）和不良贷款率（%）情况



资料来源：银监会，农行年报，天相投顾整理

从经济数据来看，在经济刺激方案作用下，GDP 环比改善的趋势已较为明确。工业增加值增速逐渐恢复、PMI 指数重上 50 关口等，都表明经济情况在逐步好转。在此背景下，银行资产质量也有望持续改善。

图 14：商业银行不良贷款（亿元）和不良贷款率（%）情况



资料来源：统计局，物流与采购联合会，天相投顾整理



我们希望使用市场价格指标来衡量贷款风险，因为市场价格反映了对未来的预期。我们考虑了债券的信用风险价差和股价两个衡量方式。不过信用风险价差受新企业债发行，新债券型基金发行的影响较大，我们认为目前尚不适合用来衡量资产质量。

本质上讲，股价代表了企业偿还贷款等债务后的剩余求偿权的价值。股价的提升反映了投资者对企业偿还债务能力的良好预期。在商业银行风险管理实践中，就有运用股价等信息预测违约概率的 KMV 模型。

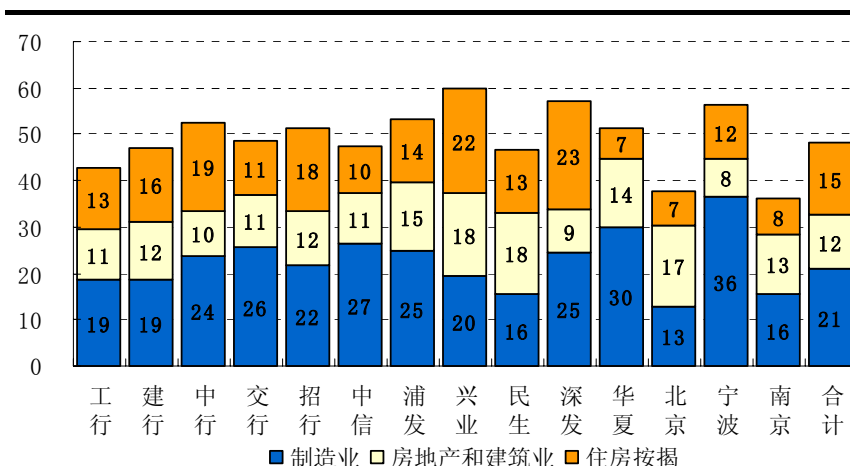
从贷款总额较高的几个行业来看，制造业、房地产业、批发和零售业的不良贷款率较高。2009 年上半年，上述行业（证监会行业划分）涨幅分别为 70%，120%和 67%，可见市场对房地产业的预期改善较为显著。在房地产业贷款比重较多的银行，资产质量预期改善的幅度也较大。

表 4：2008 年末不同行业不良贷款率情况

行业	不良贷款率(%)	行业	不良贷款率(%)	行业	不良贷款率(%)
A 农、林、牧、渔业	7.50	K 房地产业	3.35	个人贷款	1.29
B 采矿业	0.68	L 租赁和商务服务业	1.84	信用卡	2.39
C 制造业	3.30	M 科学研究、技术服务和地质勘查业	4.17	汽车	5.45
D 电力、燃气及水的生产和供应业	2.09	N 水利、环境和公共设施管理业	1.14	住房按揭贷款	0.91
E 建筑业	1.71	O 居民服务和其他服务业	2.63	其他	1.78
F 交通运输、仓储和邮政业	1.59	P 教育	3.24		
G 信息传输、计算机服务和软件业	3.32	Q 卫生、社会保障和社会福利业	2.60		
H 批发和零售业	4.08	R 文化、体育和娱乐业	6.08		
I 住宿和餐饮业	7.70	S 公共管理和社会组织	1.48		
J 金融业	0.21	T 国际组织	0.00		

资料来源：银监会，天相投顾整理

图 15：2008 年末贷款主要行业分布(%)



资料来源：公司财报，天相投顾整理

注：该贷款行业分布包含了归类为贴现贷款的部分。部分银行披露的贷款行业分布中未包含贴现贷款，这种情况下，我们假设贴现贷款的行业分布与其它公司类贷款一致。这种假设可能低估制造业贷款比重，而高估房地产和建筑业贷款比重

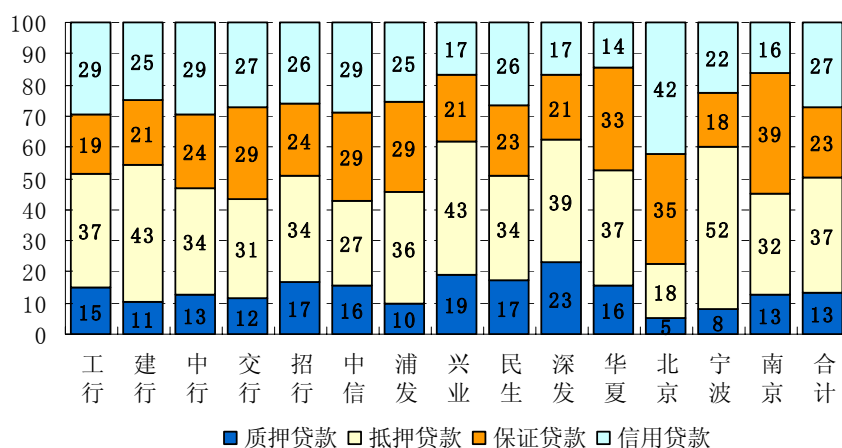


我们认为，贷款的行业分布是衡量贷款风险的重要指标。2008 年，制造业和房地产开发贷款被视为高风险贷款，超配这些行业贷款的银行也普遍折价。而在 2009 年，随着经济回暖，该类贷款违约的可能性降低，前期的折价也应进行修复。由此来看，兴业银行估值修复的空间最大。而我们预计，未来出口将有所改善，相关制造业企业还款能力提升，宁波银行将从中受益。

3.2 抵质押品价值提升减轻拨备负担

贷款的担保物影响贷款违约时，发生实际损失的比重。由于经济回暖，流动性充裕，使资产价格回升，在房地产、土地等价格上表现尤为明显。而房地产、土地使用权等也正是银行普遍接受的实物抵押物。我们认为银行的抵质押物价格均有提升，使得即使发生违约，银行的损失也会下降。在会计处理上，贷款发生减值时，将减记至可回收金额。抵质押品的升值意味着拨备要求的减少。

图 16：2008 年末各银行贷款担保物情况(%)



资料来源：公司财报，天相投顾整理

注：部分银行将贴现贷款单独分类，我们将贴现贷款视为质押贷款

对于前述三类贷款，我们假定制造业贷款的主要抵押物为工业用地，房地产开发贷款的主要抵押物为住宅用地，住房按揭贷款则由商品房足额抵押。

表 5：受益抵押品升值的贷款比例

%	商品房	住宅用地	工业用地	总和	%	商品房	住宅用地	工业用地	总和
工行	13.4	2.9	5.1	21.4	招行	18.1	2.2	4.1	24.4
建行	16.2	4.1	6.0	26.3	中信	10.1	2.0	4.9	17.0
中行	19.3	1.8	4.3	25.3	浦发	13.6	3.7	6.4	23.7
交行	11.4	2.6	5.8	19.8	兴业	22.5	4.6	5.2	32.3
北京	7.3	1.9	1.4	10.7	民生	13.3	4.1	3.7	21.0
宁波	11.8	3.8	16.6	32.2	深发	23.2	2.0	5.2	30.3
南京	7.8	3.4	4.1	15.2	华夏	6.8	4.7	9.8	21.2

资料来源：公司财报，天相投顾整理

注：受益住宅和工业用地的贷款比例算法为分别以房地产开发贷款和制造业贷款比例乘以银行扣除住房按揭后的整体抵押率。假定住房按揭的抵押率为 100%

可以看到，兴业银行和深发展受益于商品房价格上涨的幅度较大；兴业银行、华夏银行受益于住宅用地价格上涨的幅度较大；宁波银行、华夏银行受益于工业用地价格上涨的幅度较大。

因流动性改善和抵押品价值提升，我们下调各银行的信贷成本预期。2009 年行业平均信贷成本由 0.77% 下调至 0.61%，2010 年行业平均信贷成本由 0.97% 下调至 0.84%。由此分别提升 2009 年和 2010 年的净利润增速 6.7 和 5.5 个百分点。

信贷成本每 10BP 的变动，带来资产减值损失的变化，相当于拨备前利润的 3.2% 左右。从盈利对信贷成本的敏感性来看，中型银行的敏感度普遍较高。其中拨备覆盖率较高的兴业银行、招商银行、浦发银行等，信贷成本下降的可能性更大。

表 6：信贷成本敏感性

%	2009E	2010E	%	2009E	2010E
工行	2.8	2.9	招行	4.1	4.1
建行	2.7	2.8	中信	4.1	3.9
中行	3.2	3.2	浦发	4.5	4.7
交行	3.5	3.6	兴业	3.7	4.0
北京	3.0	3.1	民生	3.9	4.5
宁波	3.0	3.1	深发	4.0	4.4
南京	2.3	2.3	华夏	5.6	6.0

资料来源：天相投顾预测

注：该比例为信贷成本变动 10BP，资产减值损失变化与拨备前利润之比

4. 估值优势依然存在

我们预计 2009 年上市银行净利润同比增长 10.5%，2010 年同比增长 14.4%。信贷规模的增长和拨备需求的下降将是净利润增长的主要推动因素。其中，宁波银行、南京银行受益于规模增长的幅度可能较大；工行、建行和中行则有望因外币债券减值的转回而受益；而民生银行则将因处置海通证券收益而使净利润大幅增长。

表 7：2009 年净利润增长驱动因素分解

%	合计	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	兴业	民生	深发	华夏	北京	宁波	南京
规模	22.5	19.1	20.7	19.5	29.9	29.6	28.5	37.7	26.2	23.1	33.9	26.8	24.3	31.6	32.9
息差	-27.5	-28.0	-27.0	-23.6	-27.9	-39.6	-36.9	-33.4	-23.8	-21.1	-19.9	-32.6	-25.0	-17.2	-14.3
非息	3.3	4.4	3.7	1.1	3.1	4.2	2.8	-0.3	1.9	16.8	-2.4	0.5	-1.7	-4.3	-4.8
费用	-3.2	-4.7	-2.7	-4.2	1.3	-8.8	-1.5	4.1	-3.3	6.7	2.2	-4.0	-2.3	7.0	-1.0
拨备	16.3	14.2	22.6	16.2	3.6	7.6	17.2	8.0	8.9	25.3	613.1	29.0	14.9	-1.6	15.0
其它	-0.9	-0.4	-1.2	1.1	0.3	-2.8	-3.9	-7.4	-2.5	-2.5	-6.6	2.5	-1.5	-3.8	-2.8
净利润	10.5	4.6	16.0	10.1	10.2	-9.8	6.3	8.7	7.3	48.3	620.2	22.2	8.7	11.8	25.0

资料来源：天相投顾预测

以 7 月 15 日收盘价计算，上市银行 2009 年的 PE 约为 15.1 倍，处于各行业低端；PB 估值则为 2.7 倍。估值优势仍较为明显。

表 8：上市银行估值表

简称	代码	评级	股价（元）	EPS(元)		PE(倍)		BVPS(元)		PB(倍)	
			7 月 15 日	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
工商银行	601398	中性	5.27	0.35	0.39	15.2	13.4	2.00	2.25	2.6	2.3
建设银行	601939	增持	6.13	0.46	0.51	13.3	11.9	2.24	2.52	2.7	2.4
中国银行	601988	中性	4.47	0.28	0.32	16.2	13.9	1.98	2.17	2.3	2.1
交通银行	601328	增持	9.94	0.64	0.75	15.5	13.3	3.33	3.73	3.0	2.7
招商银行	600036	增持	18.23	0.99	1.20	18.3	15.2	4.98	5.97	3.7	3.1
中信银行	601998	增持	6.19	0.36	0.43	17.1	14.3	2.70	3.01	2.3	2.1
浦发银行	600000	增持	24.26	1.72	1.98	14.1	12.2	6.75	8.42	3.6	2.9
兴业银行	601166	增持	37.39	2.44	2.88	15.3	13.0	11.68	13.76	3.2	2.7
民生银行	600016	增持	7.83	0.62	0.60	12.6	13.1	3.30	3.70	2.4	2.1
深发展 A	000001	增持	22.98	1.42	1.81	16.1	12.7	6.39	7.62	3.6	3.0
华夏银行	600015	增持	12.25	0.75	0.85	16.3	14.5	6.10	6.72	2.0	1.8
北京银行	601169	中性	16.28	0.95	1.10	17.2	14.8	6.19	7.05	2.6	2.3
宁波银行	002142	中性	12.84	0.60	0.78	21.6	16.5	3.84	4.35	3.3	2.9
南京银行	601009	增持	18.20	0.99	1.26	18.4	14.4	6.76	7.53	2.7	2.4
合计		增持				15.1	13.2			2.7	2.4

资料来源：天相投顾预测

考虑到净利息收入进入上升通道，资产质量预期改善，且 PE 估值处于市场低端，我们认为未来银行股跑赢大盘的可能性较大，维持对银行业的“增持”评级。

在选择个股时，我们更关注三方面的超预期因素：



就规模因素来看，我们认为南京银行、宁波银行等将因分支机构的扩张而实现规模的更快增长；受益于深圳五个中心建设的深发展（同时有望获得资本补充并分享平安的客户资源），受益于上海两个中心建设的浦发银行（同时将获得资本补充），海西经济区的兴业银行等，也有望实现规模的较快增长。而跨境贸易人民币结算将使在试点城市，港澳地区业务比重较大的银行获益，如招商银行和中信银行。

就贷款定价来看，我们认为南京银行、宁波银行等更多服务中小企业的银行的贷款定价上浮比例可能更高；兴业银行等部分股份制银行的贷款定价也可能超预期。并且贷款重定价越晚，新增贷款规模越高，享受高定价的贷款比重就越高。这使我们认为宁波银行净利息收入超预期的可能性最大。

就资产质量来看，我们预计未来出口将有所改善，相关制造业企业还款能力提升。同时由于土地等抵押品的价值提升，贷款行业集中在房地产开发、制造业等，且抵押率较高的银行的拨备压力均会减少。受益的银行将包括宁波银行、深发展、兴业银行、华夏银行等。

综合考虑上述超预期因素和个股估值状态，我们建议超配兴业银行和南京银行。

需要注意的是，上述分析均基于流动性环境依然充裕的假设。我们认为货币政策基调的不利变化是银行股未来的主要风险因素。如果货币政策过早发生变更，流动性趋紧，则信贷规模将可能收缩，企业还款能力下降，银行抵押品价格也将出现下跌。从而对银行股造成负面影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100