



盈利呈现向好趋势，估值优势锦上添花

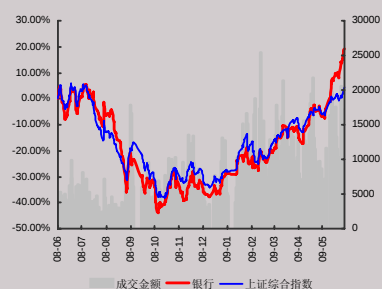
——银行业 2009 年中期投资策略报告

行业评级:

谨慎推荐（维持）

投资要点:

行业指数



相关报告:

1. 《上市银行一季度业绩综述》，20090504
2. 《经济回暖趋势显现，战略配置银行股》，20090416
3. 《2009 年度银行业投资策略》，20091225

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师

程娇翼

Tel: (021) 5830-3675
Fax: (021) 5831-8543
Email: chengjy@qlzq.com.cn

- ◇ **宏观环境总体趋势判断:** M1 和 M2 已经连续数月显著回升, M2 连续三月处在历史高位, 流动性充裕。M1 和 M2 的剪刀差已经连续四个月收窄, 且开始低于去年 11 月水平, 表明存款定期化趋势弱化, 居民和企业的投资意愿、消费意愿上升, 经济活跃度上升。我们认为政府多项经济措施效果显现, 企业和居民的投资消费意愿双双上升, 上半年信贷需求经历了由项目贷款向一般贷款的初步转变, 下半年一般贷款需求将逐步释放。
- ◇ **银行业盈利状况总体趋势判断:** 尽管净利润增速明显下滑的趋势不改, 但当前银行业的经营环境和盈利状况将明显好于我们年初的判断, 而我们对银行股 2009 年的业绩预期也开始上升。
- ◇ **上调 2009 年全年新增信贷量预测值至 8 万亿:** 今年的巨量信贷增长为银行提供了稳定的利息收入来源, 为不仅是 2009 年, 甚至 2010 年的利息收入奠定了良好的基础, 倘若日后利率向上波动, 则贡献又会大幅提升。上市银行 2009 年的贷款增速较近几年水平有明显的增长, 一方面较快的资产负债扩张能在一定程度上弥补净息差下降的影响, 另一方面, 信贷对经济的拉动作用反过来亦能提升银行自身的资产质量, 减少对拨备后利润的压力
- ◇ **净息差将在上半年见底, 下半年有望回升。** 我们判断的依据如下: 1) 降息导致贷款收益率下降的负面影响已经在上半年基本释放完毕, 而下半年存款的成本将仍有一定程度的下降, 不排除下半年出现存款活期化趋势, 而存款的活期化将进一步降低商业银行的付息成本, 增加净息差向上的概率和幅度; 2) 银行的主动资产负债结构调整, 如提升高收益资产在组合中的占比, 尽可能地加大资金市场资产配置等都有助于提升净息差水平; 3) 资金市场收益率趋于稳定; 4) 银行贷款定价能力逐渐稳定, 下半年或将回升。
- ◇ **信贷成本不会明显上升, 我们预计上市银行 2009 年平均净利润增速上升至 8.15%, 2010 年平均净利润增速上升至 17%:** 首先, 经济复苏初期大量的信贷扩张大大缓解不良率上升的压力, 因为分母的增加速度远远快于分子的增加速度; 其次新增的贷款变成不良也有一定时滞, 去年底加大拨备力度和今年加速坏账核销和处置的进度将有效缓解信贷成本的压力, 所以即使不良贷款在后期逐渐暴露, 信贷成本也不会明显上升。而目前我国房地产和土地价格呈现稳中有升的态势, 这对银行的资产质量形成较大的利好。

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



- ◇绝对估值水平有提升空间：考虑到市场流动性充裕，银行业基本面仍有超预期的可能，加上资产质量风险并不大，我们认为目前银行股的PB在2.5-3倍之间较为合理。当前银行股股价对应的2009年动态估值平均PB为2.6倍，2010年动态估值平均PB为2.2倍，仍有提升空间。
- ◇相对估值优势是我们判断下半年银行股将获得超额收益的重要原因之一：我们认为从PE估值角度看，银行股相对大盘的低估值优势并未被前期的上涨所消化。从各行业之间的横向比较，我们也发现银行股的估值水平处于市场底端，相对投资价值较高。这是我们判断下半年银行股将获得超额收益的重要原因之一。我们计算了2003年至今银行股较大盘的PE折价率平均值为-15%，2007年至今银行股较大盘的PE折价率平均值为-23%，如果我们假设银行股估值较大盘的折价率回归到-20%，则银行股的PE水平应当提升至23倍，有35%的上涨空间；如果我们假设银行股估值较大盘的折价率回升至-30%，则银行股的PE应当在20倍，有19%的上涨空间。
- ◇如果考虑银行业2010年盈利能力将明显回复，行业平均净利润增速达17%，那么2009年动态PE达到20倍，2010年动态PE达到15-16倍也是合理的。目前股价对应的2009年动态PE为17倍，2010年动态PE为13倍，约有近20%的上涨空间。
- ◇下半年银行股跑赢大盘的概率较大：经过研究比较，我们认为在GDP增速上升趋势明显时期，银行跑赢大盘的概率较大。基于我们认为中国经济已经于2009年一季度见底，目前经济回升的趋势较为明显，尽管仍有一些不确定因素，但积极的财政政策和宽松的货币政策效果逐渐显现，经济活跃程度已经大大提升，故银行股下半年获得超额收益的可能性仍较大，维持对银行股的“谨慎推荐”的投资评级。
- ◇下半年个股组合：随着宏观经济向上趋势逐渐显现，银行的资产质量压力大大减小，信贷成本的稳定使得银行股的盈利预测的稳定性和可预见性增强，我们选股的思路也将由防御型转为进攻型。我们下半年的选股思路包括：1)有基本面支撑的低估值品种，即选择高增长低PE或者高盈利能力(ROE)低PB的品种；2)业绩弹性比较大或者未来发展空间较大的公司。综合以上两方面，我们下半年重点推荐组合为民生银行、兴业银行、浦发银行和招商银行，关注城市商业银行的投资机会。
- ◇风险提示：如果国内外的经济形势并未好转，外需难以提振导致经济复苏状况低于预期或者央行收紧流动性时间早于预期，那么对银行业二级市场走势将造成一定的负面影响。



正文目录

一、经济活跃度上升，2009Q1 上市银行整体利润下行	- 6 -
1. M1 和M2 剪刀差收窄趋势持续，经济活跃度上升.....	- 6 -
2. 2009Q1 上市银行整体利润下行	- 8 -
2.1 中型股份制银行同比下降较为明显	- 8 -
2.2 净利息收入是增速下降的主要驱动力	- 9 -
二、银行业基本面展望：业绩预期正在提升.....	- 10 -
1. 全年新增贷款将显著高于我们前期预测值	- 10 -
1.1 一般企业贷款需求将在下半年逐步释放	- 10 -
1.2 房地产市场回暖带动居民户贷款需求释放.....	- 11 -
1.3 上调 2009 年全年新增信贷量预测值至 8 万亿.....	- 12 -
1.4 上市银行：资产规模增长迅速，减少了净息差的冲击.....	- 13 -
2. 净息差有望在上半年见底，下半年回升概率加大.....	- 14 -
2.1 贷款重定价效应逐渐减弱，存款重定价效应仍在释放.....	- 15 -
2.2 银行主动的资产负债结构调整	- 16 -
2.3 资金市场收益率稳定	- 18 -
2.4 贷款定价能力逐渐稳定，下半年或将回升.....	- 18 -
3. 中间业务收入环比趋势向好.....	- 19 -
三、信贷成本变化是业绩超于/低于预期的关键所在	- 21 -
1. 去年四季度拨备支出加大，拨备覆盖率提升明显.....	- 21 -
2. 近两年资产质量压力不大.....	- 22 -
3. 信贷成本变化是业绩超于/低于预期的关键所在.....	- 23 -
四、2009 年以来银行板块及个股市场表现回顾	- 24 -
五、银行股估值及投资策略	- 26 -
1. 行业绝对估值中枢：PB 在 2.5-3 倍之间较为合理.....	- 26 -
2. 估值处于市场底端，相对投资价值较大.....	- 27 -
3. 银行股下半年获得超额收益的概率较大.....	- 29 -
4. 潜在的催化剂和风险：	- 30 -
5. 个股投资组合：民生+兴业+浦发+招行.....	- 30 -
六、重点推荐公司简评	- 32 -



图目录

图 1: 货币供应量M1 与M2 剪刀差收窄	6 -
图 2: 前 5 月新增人民币各项贷款合计约 5.84 万亿元	7 -
图 3: 企业存款增速上升明显	8 -
图 4: 2009Q1 上市银行税前利润和净利润增长情况	8 -
图 5: 2009Q1 上市银行净利润同比增长驱动因子分解	9 -
图 6: 贷款仍是国内非金融机构部门融资主要来源	11 -
图 7: 全国 70 个大中城市房屋销售价格指数呈现上升趋势	11 -
图 8: 房地产市场回暖带动居民户贷款需求	12 -
图 9: 2006-2008 年份第三、四季度单季度新增人民币贷款	13 -
图 10: 上市银行 2009Q1 存款、贷款和生息资产同比增长情况	14 -
图 11: 上市银行 2009Q1 存款、贷款和生息资产较年初增长情况	14 -
图 12: 上市银行 2008Q3—2009Q1 单季净息差情况	15 -
图 13: 上市银行 2008Q4 和 2009Q1 单季净息差（年化）下降情况	15 -
图 14: 贷款的重定价效应主要集中在一季度	16 -
图 15: 定期存款的重定价效应仍在进行中	16 -
图 16: 金融机构贷存比上升	17 -
图 17: 多数上市银行 2009Q1 贷存比较 2008 年底上升	17 -
图 18: 金融机构超额准备金率回落至较低水平	18 -
图 19: 票据融资在新增贷款中占比下降	18 -
图 20: 金融机构利率下浮贷款占比稳中趋降	19 -
图 21: 上市银行 2009Q1 手续费及佣金净收入同比增长情况	20 -
图 22: 上市银行 2009Q1 手续费及佣金净收入环比增长情况	20 -
图 23: 上市银行非息收入占营业收入比重情况	21 -
图 24: 上市银行 2009Q1 不良贷款率呈现下降趋势	21 -
图 25: 上市银行拨备覆盖率提升显著	22 -
图 26: 2009 年以来银行板块先抑后扬	25 -
图 27: 目前上市银行股动态估值水平	27 -
图 28: A股银行股和上证综合指数PE/PB比较（2003 年以来）	28 -
图 29: 银行股估值处于市场底端（预期PE）	28 -
图 30: 银行股估值处于市场底端（PB）	28 -
图 31: 美国银行股走势和GDP增速	29 -
图 32: 香港银行股走势和GDP增速	29 -
图 33: 我国银行股走势和GDP增速	30 -
图 34: 上市银行盈利能力和PB比较图	31 -
图 35: 上市银行成长性和PE比较图	31 -



表目录

表 1: 主要货币信贷数据一览表	- 6 -
表 2: 2009Q1 上市银行净利润同比增长驱动因子分解一览表	- 9 -
表 3: 上市银行净利息收入预测	- 19 -
表 4: 2009 和 2010 年上市银行业绩预测中信贷成本的假设	- 23 -
表 5: 净利润增速对信贷成本变化的敏感性分析	- 24 -
表 6: 2009 年以来银行业个股市场绝对表现	- 25 -
表 7: DDM模型下的银行业隐含PE和PB水平	- 26 -
表 8: 银行业绝对估值水平的敏感性分析	- 26 -
表 9: A股上市银行盈利预测及估值比较	- 34 -



一、经济活跃度上升，2009Q1上市银行整体利润下行

表 1: 主要货币信贷数据一览表

	2009M05	2009M04	2009M3	2008M12	2008M09	2008M06	2007M12
M0 同比增长 (%)	11.2	11.3	10.9	12.7	9.3	12.3	12.1
M1 同比增长 (%)	18.7	17.5	17.0	9.1	9.4	14.2	21.0
M2 同比增长 (%)	25.7	26.0	25.5	17.8	15.3	17.4	16.7
人民币贷款同比增长 (%)	30.6	29.7	29.8	18.8	14.5	14.1	16.2
人民币贷款新增 (亿元)	6645.3	5918.0	18917.1	7718.0	3744.7	3324.2	485.5
人民币贷款较年初增加额 (亿元)	58396.3	51751.0	45833.0	49091.8	34786.2	24508.5	36405.6
外汇贷款同比增长 (%)	(5.0)	(9.8)	(11.7)	11.9	30.9	48.7	32.1
本外币贷款同比增长 (%)	28.3	27.1	27.0	18.0	14.7	15.2	16.4
人民币存款同比增长 (%)	26.7	26.2	25.7	19.7	18.8	18.8	16.1
居民储蓄存款同比增长 (%)	29.0	29.7	29.8	26.3	21.1	14.6	7.0

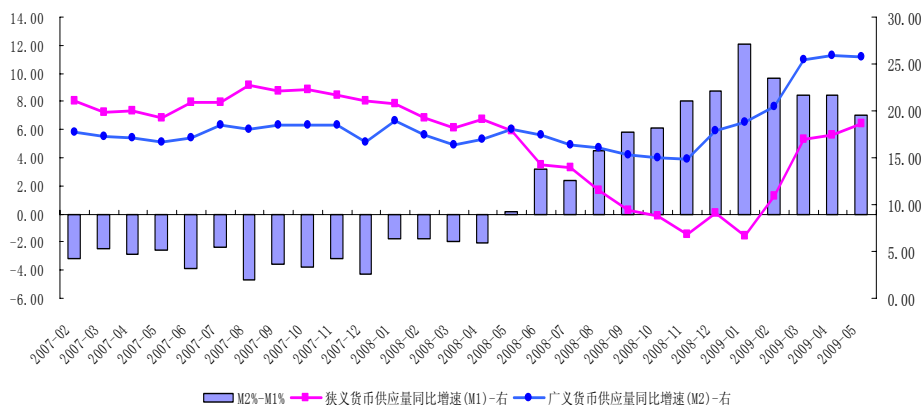
数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所

1. M1 和M2 剪刀差收窄趋势持续，经济活跃度上升

截至 2009 年 5 月末，广义货币供应量 (M2) 同比增长 25.74%，为 1997 年来次高水平 (2009 年 4 月增速为最高)。狭义货币供应量 (M1) 同比增长 18.69%。M1 和M2 已经连续数月显著回升，M2 连续三月处在历史高位，流动性充裕。

我们继续观察M1 和M2 的剪刀差，该剪刀差已经连续四个月收窄，且开始低于去年 11 月水平。剪刀差收窄，即M1 增速和M2 增速差距收窄，表明存款定期化趋势弱化，居民和企业的投资意愿、消费意愿上升，经济活跃度上升。鉴于当前经济趋暖的信号偏多，我们认为未来剪刀差仍将继续收窄。

图1: 货币供应量M1与M2剪刀差收窄



数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所

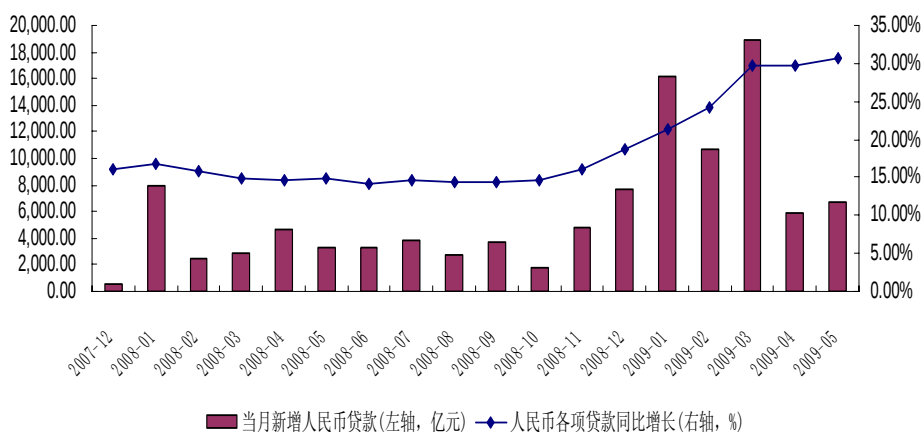


截至 2009 年 5 月末，人民币贷款余额同比增长 30.6%，增幅较去年底高 11.87 个百分点，较上月末高 0.88 个百分点。继 3 月份单月新增人民币贷款规模创下 1.89 万亿元的天量后，二季度前两月的贷款规模较一季度“骤减”，但仍处于“超常规”水平。前 5 月新增人民币贷款合计约 5.84 万亿，较去年同期多增 3.72 万亿。

我们认为政府多项经济措施效果显现，企业和居民的投资消费意愿双双上升，上半年信贷需求经历了由项目贷款向一般贷款的初步转变，下半年一般贷款需求将逐步释放。从前 5 个月的信贷结构来看，前两月企业中长期贷款和票据融资占比较高，由于中央投资项目贷款需求释放后，地方政府又开始有相应的投资项目，故中长期贷款一直是贷款的主要组成部分。而票据融资贷款占比自三月开始逐步下降，居民户贷款逐步增加。虽然一般贷款的需求释放程度并没有具体数据的支撑，但我们在项目贷款上优势不明显的中小银行前 5 月的贷款情况了解中判断“非政府投资项目相关的贷款需求有上升趋势”，另外受房地产市场一季度活跃，居民购房意愿和消费意愿上升明显，居民户贷款，尤其是住房按揭贷款和个人经营性贷款一改去年 10 月以来的颓势，明显上升。

截止 2009 年 5 月末，金融机构人民币各项存款余额为 54.63 万亿，同比增长 28.26%。前 5 月新增存款合计 7.98 万亿元，其中居民户存款增加 2.85 万亿元，占比为 35%，一般企业存款增加 3.98 万亿元，占比约 50%。一般企业存款增速连续数月显著回升显示企业现金流状况好转，盈利状况有所改善。而金融机构贷存比也逐步摆脱去年下半年以来的下降趋势，这一点也显示经济活跃度正在回升。

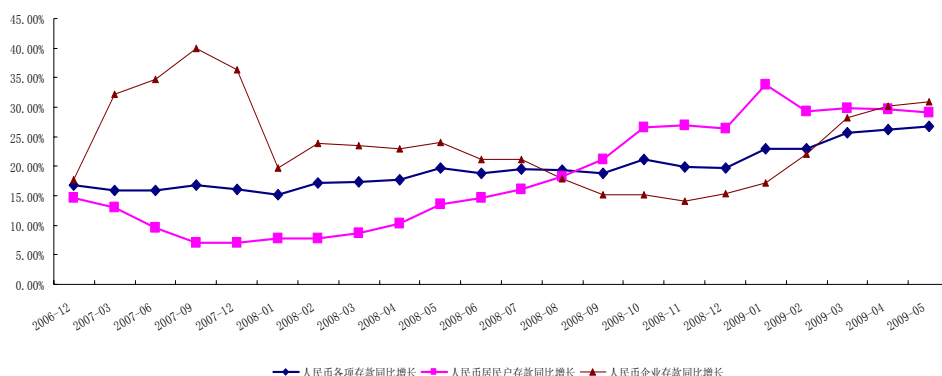
图2：前5月新增人民币各项贷款合计约5.84万亿元



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所



图3: 企业存款增速上升明显



数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所

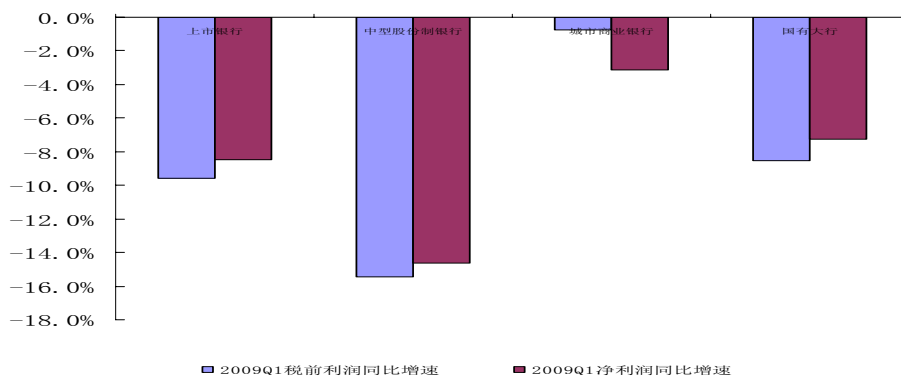
2. 2009Q1 上市银行整体利润下行

2.1 中型股份制银行同比下降较为明显

2009 年一季度, 14 家上市银行共实现税前利润 1409 亿元, 较去年同期下降 9.6%; 共实现净利润 1078 亿元, 同比下降 8.5%, 平均实际有效税率为 23.5%。不论从税前利润还是税后利润来看, 中型股份制银行的同比下降幅度均大于国有大型银行和城市商业银行, 主要原因在于中型股份制去年同期基数较高, 加之今年一季度净息差收窄更为显著所致。

七家中型股份制银行实现税前利润 230 亿元, 较去年同期下降 15.5%, 实现净利润 177 亿元, 同比下降 14.7%; 三家城市商业银行实现税前利润 29 亿元, 较去年同期下降 0.8%, 实现净利润 23 亿元, 同比下降 3.1%; 4 家国有大型银行实现税前利润 1150 亿元, 较去年同期下降 8.5%, 实现净利润 879 亿元, 同比下降 7.3%。

图4: 2009Q1上市银行税前利润和净利润增长情况



数据来源: 上市银行定期报告, 齐鲁证券研究所

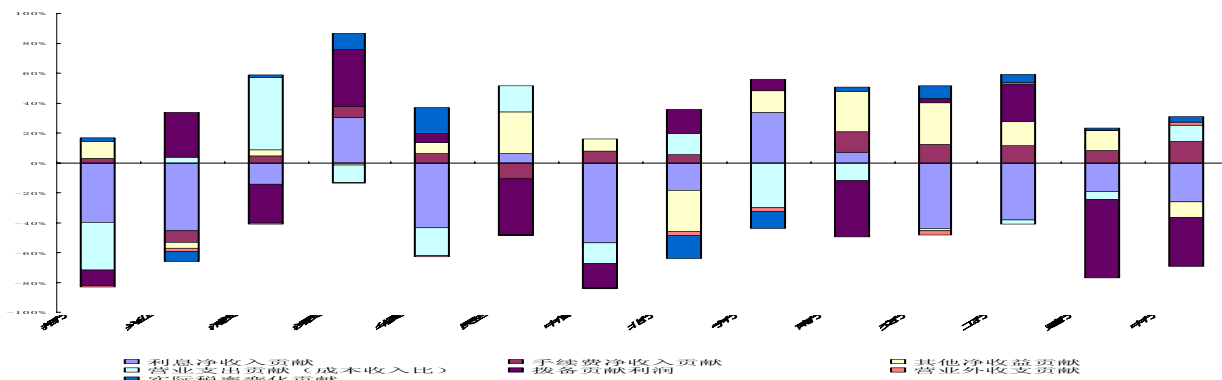


2.2 净利息收入是增速下降的主要驱动力

就 2009 年一季度各上市银行的同比增长的驱动力来看，多数银行净利息收入大幅下降是净利润同比下降的主要驱动因子。除深发展、民生银行、宁波银行和南京银行外，剩余 10 家银行的净利息收入增速均为负，其中招商银行和华夏银行降幅最为明显，超过 20%，对净利润的负向贡献尤其显著。

营业费用（含营业税及附加）和拨备对利润增速的贡献度在各银行之间差异较大，主要体现在贡献度方向上。如民生银行和浦发银行一季度费用收入比较去年同期显著下降，对利润增速的正向贡献作用明显，而招商银行、华夏银行和宁波银行该因子却是反向贡献利润增速较为明显。由于去年第四季度各上市银行加大拨备和核销，一季度拨备压力普遍不大，但各银行资产质量的差异和对风险的审慎态度不同导致拨备对净利润增长贡献度仍有差异。如民生银行和南京银行拨备对净利润的负向贡献作用一季度较为明显，而深发展和工商银行拨备对净利润的正向贡献作用明显。

图5：2009Q1上市银行净利润同比增长驱动因子分解



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

表 2：2009Q1 上市银行净利润同比增长驱动因子分解一览表

驱动因子	招行	兴业	浦发	深发	华夏	民生	中信	北行	宁行	南行	交行	工行	建行	中行
利息净收入贡献	-20.15%	-6.67%	-4.33%	4.89%	-24.34%	3.45%	-18.05%	-3.78%	13.26%	3.58%	-11.47%	-12.88%	-6.55%	-9.74%
手续费净收入贡献	1.43%	-1.13%	1.42%	1.16%	3.46%	-6.00%	2.66%	1.12%	-0.04%	6.64%	3.20%	3.89%	2.79%	5.43%
其他净收益贡献	5.76%	-0.58%	1.22%	-0.21%	4.09%	16.06%	2.68%	-5.64%	5.61%	13.44%	7.39%	5.36%	4.60%	-3.87%
营业支出贡献	-16.00%	0.57%	14.48%	-1.93%	-10.36%	9.75%	-4.52%	2.93%	-11.69%	-5.90%	-0.51%	-0.82%	-1.72%	4.06%
拨备贡献利润	-5.25%	4.39%	-7.70%	6.13%	3.49%	-21.28%	-5.48%	3.29%	3.15%	-18.46%	0.67%	8.51%	-17.86%	-12.30%
营业外收支贡献	-0.53%	-0.28%	-0.25%	-0.03%	-0.59%	-0.28%	-0.13%	-0.55%	-1.08%	0.00%	-0.76%	0.40%	0.03%	0.71%
实际税率变化贡献	1.33%	-1.04%	0.45%	1.73%	9.71%	-0.07%	-0.09%	-3.19%	-4.38%	1.39%	2.27%	1.71%	0.45%	1.32%
净利润同比增长	-33.41%	-4.75%	5.29%	11.74%	-14.54%	1.63%	-22.94%	-5.81%	4.82%	0.68%	0.80%	6.16%	-18.25%	-14.40%

数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所



二、银行业基本面展望：业绩预期正在提升

我们 2009 年年度策略中指出“2009 年我国银行业的净息差将大幅回落，各项收入增速均有所下滑，而宏观环境对其资产质量的负面影响也将在 2009 年和 2010 年集中反映”。而上半年中央坚定的实施积极的财政政策和宽松的货币政策，加大政府投资力度，出台各行业振兴规划，实施汽车家电下乡等拉动内需措施，使得我国经济开始逐步回稳。实体经济出现的积极变化对银行业的经营有显著的正向传导作用，所以尽管净利润增速明显下滑的趋势不改，但当前银行业的经营环境和盈利状况将明显好于我们年初的判断，而我们对银行股 2009 年的业绩预期也开始上升。

1. 全年新增贷款将显著高于我们前期预测值

1.1 一般企业贷款需求将在下半年逐步释放

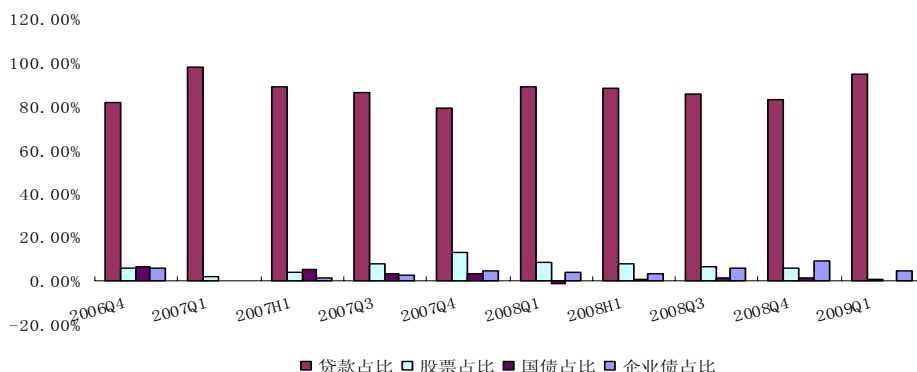
正如我们前面已经指出的“我们认为政府多项经济措施效果显现，企业和居民的投资消费意愿双双上升，上半年信贷需求经历了由项目贷款向一般贷款的初步转变，下半年一般贷款需求将逐步释放。”

首先，当前经济运行出现积极变化，有利条件和积极因素增多，我国经济增速在 2009 年一季度已经见底，未来将逐步回升的趋势较为明确。尽管上半年的信贷多为政府项目所主导，但不可否认的是政府为刺激经济而采取的一揽子方针和计划取得了较好的效果，社会信心得到了较大的提升，市场预期正在向好，国内投资增速持续数月处在较高水平，消费稳定较快增长。我们认为社会信心的恢复有助于企业经营环境的改善，企业扩大再生产和其他投资计划将随着经营环境的改善而增多，实体经济对信贷的有效需求将逐步增加。

其次，由于银行贷款仍然是我国企业获取资金的主要来源，也是经济平稳发展的重要保障，所以在最近的国务院常务会议上中央再次强调了要坚定不移的实施积极的财政政策和宽松的货币政策。目前新增贷款虽然有所回落，但银行并没有主动收紧信贷，所以我们认为实体经济的需求正在逐步释放，若不然的话银行将出于风险考虑主动适当收缩信贷。而中小银行在近两月积极放贷扩大市场份额也对我们的这一判断形成一定支撑。



图6：贷款仍是国内非金融机构部门融资主要来源



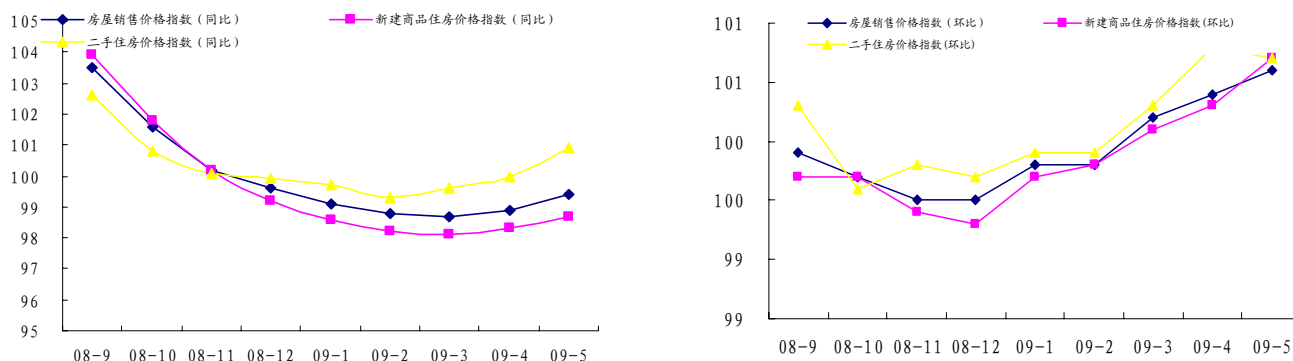
数据来源：中国人民银行货币政策执行报告，齐鲁证券研究所

1.2 房地产市场回暖带动居民户贷款需求释放

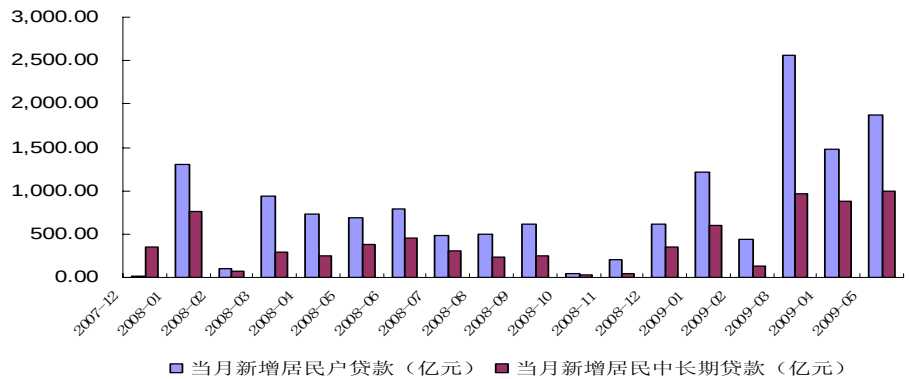
居民户存贷款情况在 2009 年呈现出以下特点：1) 存款定期化趋势减缓，在房地产市场和资本市场回暖后，未来或将出现活期化趋势；2) 房地产市场回暖，居民购房意愿上升，这直接导致了新增居民户贷款，尤其是居民户中长期贷款数的上升。

回顾上半年房地产市场情况，我们认为要优于我们年初的预期。居民购房热情在积攒一年之后被大幅度释放出来，部分地区甚至再度出现涨价和房源紧张的现象。虽然我们认为目前全国房价还缺乏持续上涨的动力，这种成交量和价格的双回暖难以长期持续，但我们认为近两年房地产市场房价在阶段性走高后，成交量和价格将逐步稳定。所以我们预计居民户贷款需求仍将持续释放。若下半年CPI走高，通胀抬头，则房地产市场可能还将面临资产重估，那么银行的资产质量将得到进一步的提升，因为作为主要抵押品的房地产和土地价格的回升将使得之前信贷资质分类得到提升。（基于齐鲁地产行业研究员对房地产市场发展趋势的判断得出）。

图7：全国70个大中城市房屋销售价格指数呈现上升趋势



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所


图8：房地产市场回暖带动居民户贷款需求


数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

1.3 上调 2009 年全年新增信贷量预测值至 8 万亿

2009 年前 5 个月，金融机构人民币各项新增贷款达 5.84 万亿，这一数字相当于去年全年新增贷款量的 119%。我们在四月份发布的《经济回暖趋势显现，战略配置银行股》的报告中曾作出如下推断“2009 年全年新增的贷款量或将超过 7 万亿”，我们在本次报告中将再次上调全年新增信贷量预测值至 8 万亿，主要推测理由如下：

1) 6 月份处于二季度末，又是年中考核时点，故 6 月份新增信贷规模不会低于 5 月份水平。保守假设 6 月份的新增信贷量至 7000 亿，则上半年新增信贷总额将达 6.5 万亿。

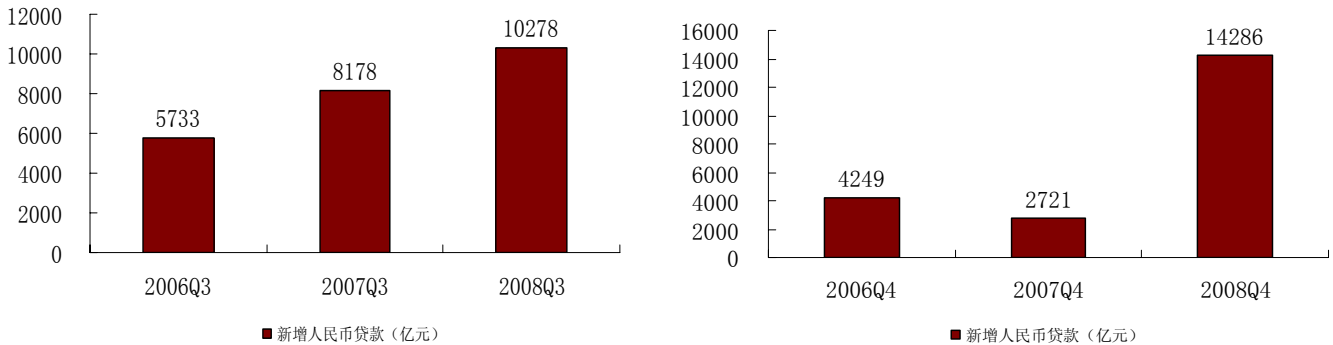
2) 宽松的货币政策基调未变，预计三季度新增信贷将高于往年平均水平。国务院近期再度强调要坚定不移的实施积极的财政政策和宽松的货币政策，并强调虽然当前经济形势企稳向好，但不确定因素仍然较多，如出口形势依然较为严峻。我们认为只要经济回升的基础还没有完全稳固，一般企业贷款需求还没有完全释放，那么央行就没有收紧流动性的必要，所以我们预计第三季度的信贷新增量将高于往年平均水平。如果我们保守的假设三季度的新增量和近三年平均新增量差不多，那么三季度新增量约为 8000 亿，如果假设三季度新增量至少为前两年新增量的平均水平，那么三季度新增量也将在 9000 亿以上。结合当前的宏观经济形势，我们认为三季度的新增量在 9000-10000 亿之间（平均每月 3000 多亿）的可能性较大。

3) 第四季度新增信贷趋势较难以把握，即使少量增长，全年新增贷款也将达 8 万亿。我们认为第四季度的信贷趋势取决于第三季度经济回复状况及民间投资活跃度。我们坚持认为经济回稳的道路不可能一帆风顺，期间面临的不确定性还很大。倘若第三季度经济发展状况良好，民间投资开始活跃，那么第四季度央行可能会实行窗口指导，适当控制信贷的增长；倘若一般企业贷款需求和民间投资的活跃度释放缓慢，则四季度的贷款量可能并不会太低。但无论何种情形，全年新增贷款超过 8 万亿的可能性较大。



今年的巨量信贷增长为银行提供了稳定的利息收入来源，为不仅是 2009 年，甚至 2010 年的利息收入奠定了良好的基础，倘若日后利率向上波动，则贡献又会大幅提升。

图9：2006-2008年份第三、四季度单季度新增人民币贷款



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

1.4 上市银行：资产规模增长迅速，减少了净息差的冲击

与整个金融机构信贷快速增长相对应，上市银行的一季度贷款增速也实现了近几年来较为迅速的增长，规模增长在很大程度上减少了净息差收窄的冲击。

2009 年一季度上市银行生息资产同比平均增速为 30.8%，其中浦发银行、宁波银行、南京银行和交通银行增速显著超过平均增速。贷款净额同比平均增速为 34.7%，其中股份制银行中除华夏和民生外，其余增速均超过平均水平，城市商业银行中南京银行贷款净额增速达 56%，大型银行中仅交通银行增速超过平均水平。存款余额同比平均增速为 33.7%，招行、兴业、浦发、南京和宁波 5 家银行存款增速在平均增速水平之上。

2009 年一季度末上市银行生息资产较年初平均增长 17.2%，其中浦发银行、中信银行、南京银行和交通银行增速超过平均水平。贷款净额较年初平均增长为 11.6%，其中股份制银行中仅招行和浦发增速均超过平均水平，城市商业银行（除北京银行外）和大型国有银行增速都在平均水平之上。存款余额较年初平均增长 14.4%。

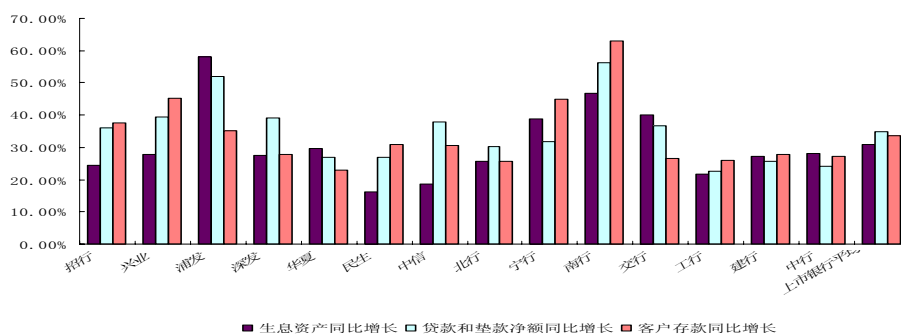
我们认为，一季度由于项目贷款占新增贷款比例较大，所以国有大型银行和城市商业银行新增贷款较多，增速较年初增长较快，其中交通银行和南京银行在规模增长方面一季度更为优异。股份制银行在项目贷款上的优势并不明显，故一季度尤其是前两个月新增贷款较少，三月份有所改善，但整体贷款增速不如国有大型银行和城市商业银行。其中浦发银行和招商银行规模增速在股份制银行中相对较快。

总体而言，上市银行 2009 年的贷款增速较近几年水平有明显的增长，一方面较快的资产负债扩张能在一定程度上弥补净息差下降的影响，另一方面，信贷对经济的拉动作用反过来亦能提升银行自身的资产质量，减



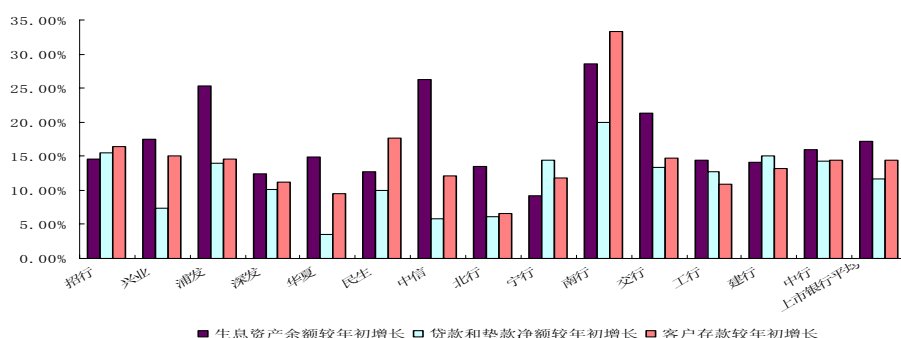
少对拨备后利润的压力。

图10：上市银行2009Q1存款、贷款和生息资产同比增长情况



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

图11：上市银行2009Q1存款、贷款和生息资产较年初增长情况

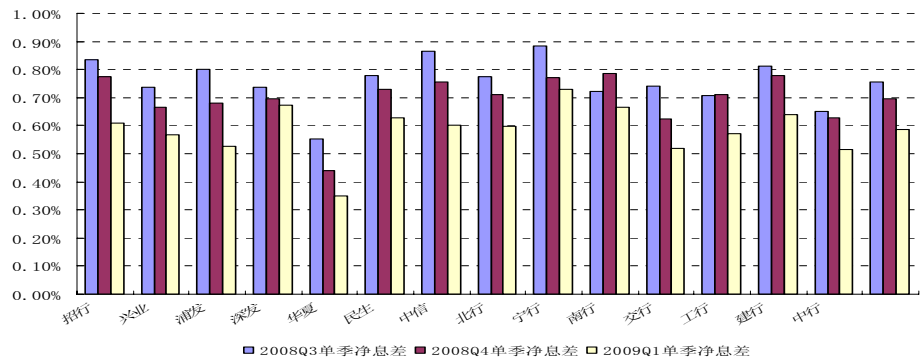


数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

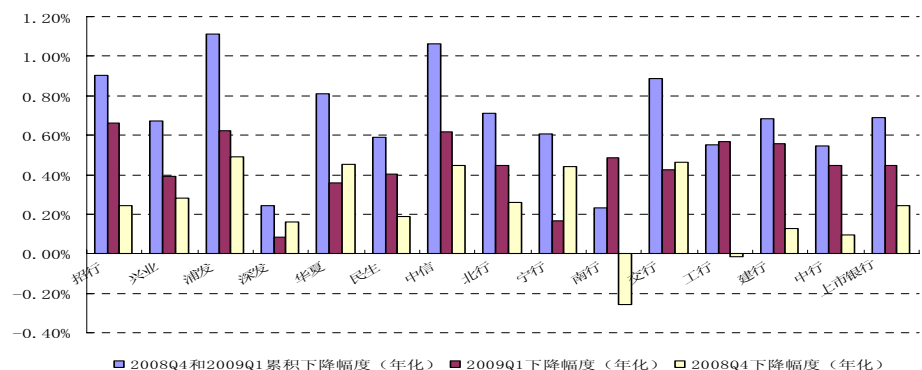
2. 净息差有望在上半年见底，下半年回升概率加大

由于大部分贷款都在年初按照新利率重新定价，加上个人住房贷款打七折政策的执行，各上市银行一季度贷款平均收益率下降较为显著，而存款的重定价效应仅小幅释放，故导致一季度净息差收窄幅度显著。我们继续采用单季净息差（=单季净利息收入/季度期初期末生息资产平均余额）来观察净息差的变化趋势，去年四季度和今年一季度是净息差收窄幅度最大的时间窗口。

总体来讲，今年一季度单季净息差的下降幅度大于去年四季度的降幅，各银行之间的差异在于议价能力的差异和资产负债重定价时间的差异。上市银行去年四季度和今年一季度累积的平均净息差下降幅度为 68 个基点，其中第四季度下降 24 个基点，今年一季度平均下降 44 个基点。


图12：上市银行2008Q3—2009Q1单季净息差情况


数据来源：齐鲁证券研究所

图13：上市银行2008Q4和2009Q1单季净息差（年化）下降情况


数据来源：齐鲁证券研究所（正值为下降）

我们在《经济回暖趋势显现，战略配置银行股》的报告中曾指出“净息差下降是各商业银行2009年不可避免的趋势，但从当前所能掌握的一些信息来看，2009年净息差下降的幅度将显著小于我们在年度策略中预测的，而且净息差见底的时间提前的概率也在加大”。而结合目前的一些数据和趋势判断，我们预计净息差将在上半年见底，下半年有望回升，我们判断的依据如下：

2.1 贷款重定价效应逐渐减弱，存款重定价效应仍在释放

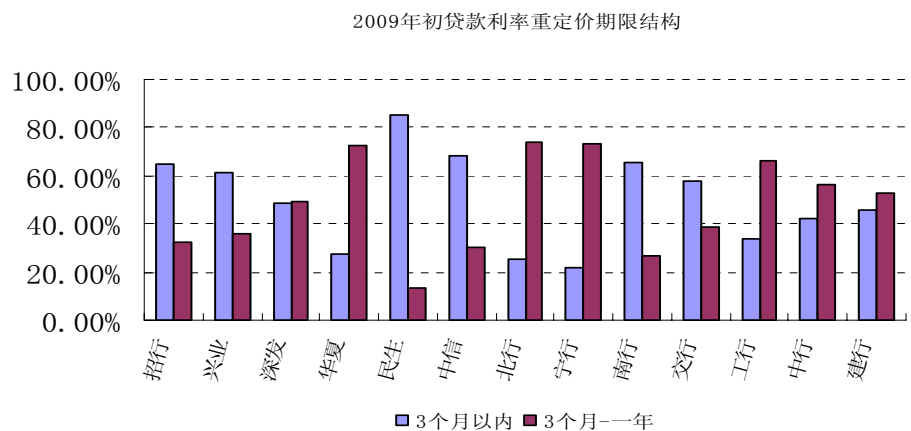
这一依据的前提是央行不会继续降息，经过分析各上市银行2008年年报中的存贷款重新定价期限结构，我们可以发现，各上市银行的贷款重定价时间在一季度较为集中，尤其是股份制商业银行的贷款重定价在一季度已经完成大部分，贷款的重定价效应将在随后三个季度回落。而定期存款的重定价时间在年度的分布则较为均匀（和贷款相对而言），其重定价效应（即负债成本的降低）总体而言是在时间上滞后于贷款的重定价效应（即生息资产收益的降低），因此我们判断降息导致贷款收益率下降的负面影响



已经在上半年基本释放完毕，而下半年存款的成本将仍有一定程度的下降，所以在其他变量保持不变的情况下，存贷利差下半年很有可能较上半年呈现扩大态势，使得净息差筑底回升。

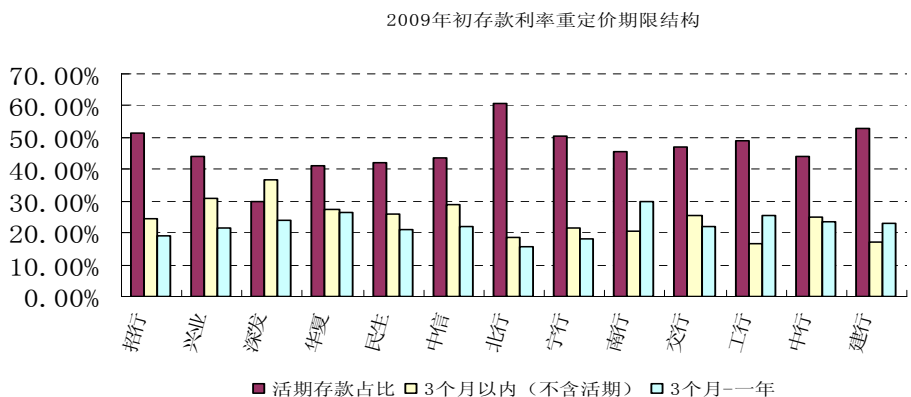
此外，我们也不排除存款下半年出现活期化的趋势。宏观经济转暖，降息预期弱化，企业和居民的存款定期化趋势正在减缓，这对商业银行来说有利于其降低付息成本，提升净息差。而房地产市场和资本市场回暖，投资渠道增加，不排除下半年出现存款活期化趋势，而存款的活期化将进一步降低商业银行的付息成本，增加净息差向上的概率和幅度。

图14：贷款的重定价效应主要集中在一季度



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

图15：定期存款的重定价效应仍在进行中



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

2.2 银行主动的资产负债结构调整

贷存比上升提升资产组合收益率：银行上半年都积极调整资产负债结

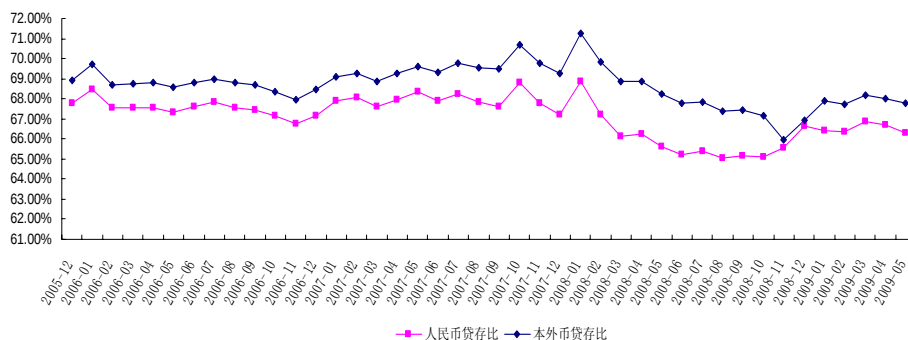


构，尽可能的提升高收益资产在组合中的占比。贷款是银行资产组合中收益最高的资产类别，贷存比的上升也是银行主动调整结构以减少净息差的下降的结果。

超额准备金率降至较低水平，资金使用效率较高：此外，在整个银行体系流动性充裕的情形下，商业银行的超额准备金率却下降至较低水平，表明银行也尽可能地加大资金市场资产配置，提升资金的使用效率。只要资金的收益率高于超额准备金利率，对商业银行来说就是有利的。

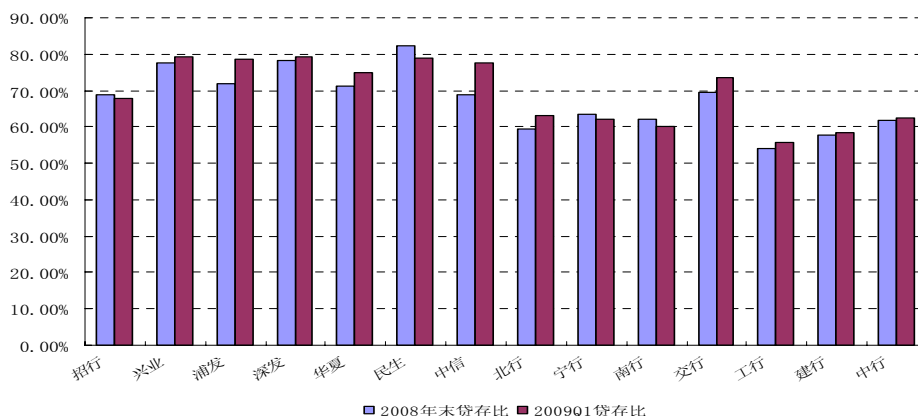
票据融资占比下降提升贷款组合收益率：由于前两月新增贷款中票据融资占比较高，票据贴现收益率偏低导致新增贷款平均收益率不高。而三月以来贷款结构显著改善，票据贴现占比显著下降，预计贷款组合收益率有所提升。

图16：金融机构贷存比上升



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

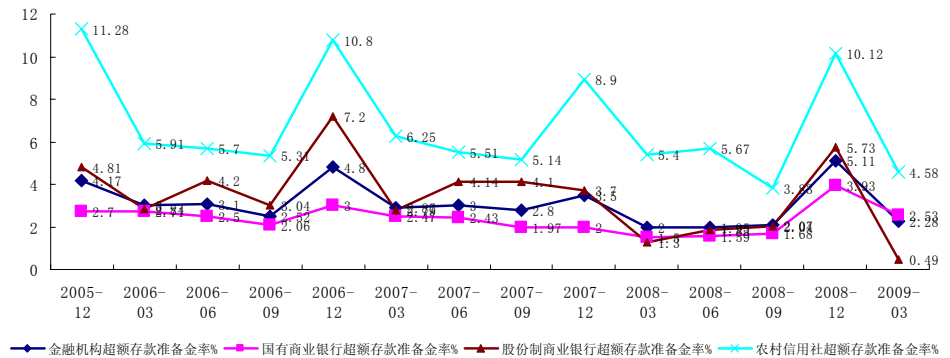
图17：多数上市银行2009Q1贷存比较2008年底上升



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

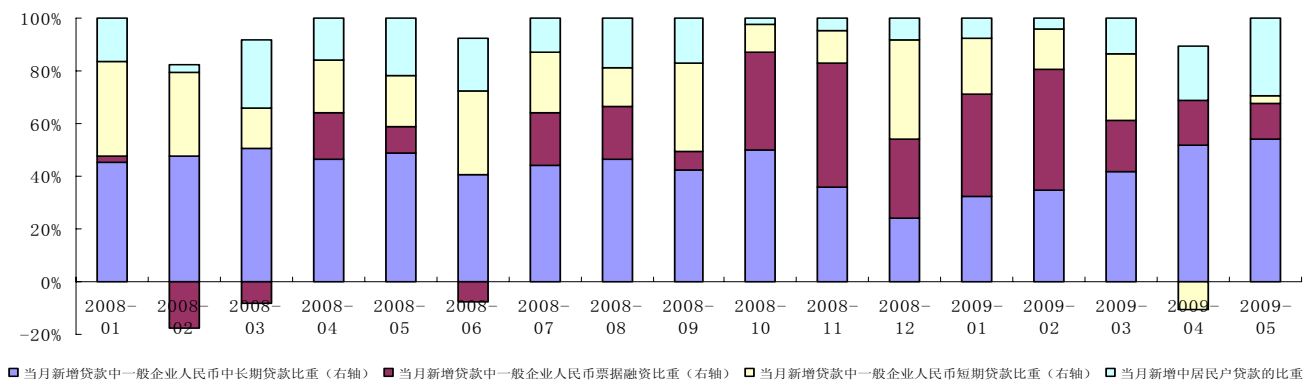


图18: 金融机构超额准备金率回落至较低水平



数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所

图19: 票据融资在新增贷款中占比下降



数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所

2.3 资金市场收益率稳定

加息预期减弱, 通胀预期抬头, 这些因素导致资金市场收益率将保持稳定, 甚至不排除短期收益率上升的可能。而债券类和同业类资产在银行的资产组合中的占比仅次于贷款, 市场收益率的稳定一方面稳定了银行新配置的资金类资产收益率, 另一方面也间接影响了该类资产的重定价效应, 即重定价的负面影响小于预期。

2.4 贷款定价能力逐渐稳定, 下半年或将回升

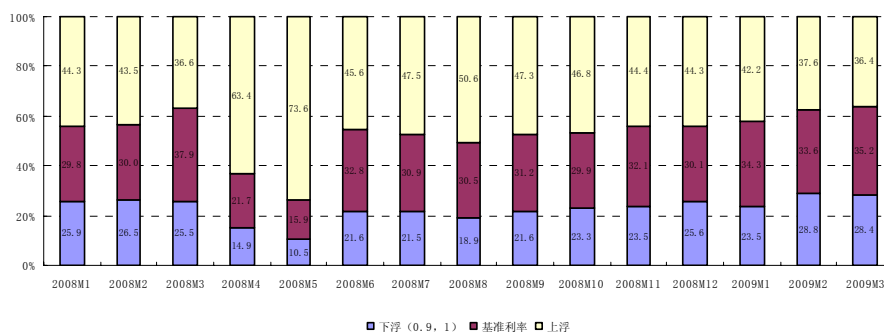
除基准利率的调整之外, 银行业客户之间的竞争导致的定价能力的不同是影响贷款收益水平的另一重要变量。一般情形下, 信贷紧缩时期银行的定价能力较高, 而流动性充裕情形下银行的定价能力较低。而去年底今年初巨量新增贷款中项目贷款居多, 面对优质的客户资源, 银行之间的竞争较为激烈, 故利率下浮的贷款占比显著增加, 但三月该占比稳定下来。





如果一般贷款的需求正如我们所预计的逐步释放，那么银行的贷款定价能力也将逐渐稳定，甚至小幅上升。倘若第三季度经济继续保持企稳回升的态势，央行适度收紧流动性，则贷款定价能力也将随之上升。

图20：金融机构利率下浮贷款占比稳中趋降



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

表 3：上市银行净利息收入预测

净利息收入增速%	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
招商银行	29.25%	57.62%	38.30%	5.10%	24.17%
兴业银行	39.49%	56.80%	25.65%	4.68%	17.84%
浦发银行	27.81%	35.97%	30.42%	8.02%	24.25%
深发展 A	43.03%	37.23%	31.16%	15.57%	13.02%
华夏银行	31.99%	52.27%	19.96%	1.09%	19.39%
民生银行	30.69%	39.66%	34.54%	8.70%	24.51%
中信银行	30.12%	58.87%	37.91%	3.59%	22.48%
交通银行	64.95%	35.02%	22.13%	0.15%	20.44%
工商银行	21.54%	37.25%	17.18%	-1.94%	9.01%
建设银行	20.43%	37.34%	16.67%	-4.55%	15.33%
中国银行	20.88%	25.85%	6.67%	-4.12%	18.18%
北京银行	33.34%	31.12%	54.00%	6.20%	25.84%
宁波银行	27.29%	39.02%	40.20%	-2.61%	26.60%
南京银行	21.12%	44.70%	32.71%	9.86%	20.20%

数据来源：齐鲁证券研究所

3. 中间业务收入环比趋势向好

2008 年上市银行的手续费及佣金收入增速简单平均数为 69%，较 2007 年的增速平均水平 111%显著下降，而今年一季度该增速同比继续下降，增速简单平均仅为 27%。

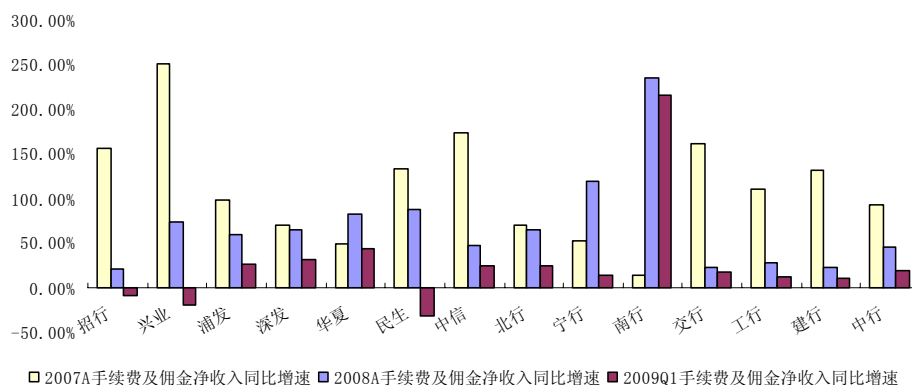
2008 年四季度上市银行的手续费及佣金收入增速多数为负增长，主要是受经济环境低迷导致传统业务收入不佳以及信贷额度取消后的信贷承诺等相关收入大幅减少所致；而2009 年一季度随着经济的逐步回暖，



资本市场的活跃导致手续费及佣金收入的环比趋势向好，多数银行一季度环比实现了正增长。尤其是大型国有银行一季度手续费及佣金净收入普遍较为良好。

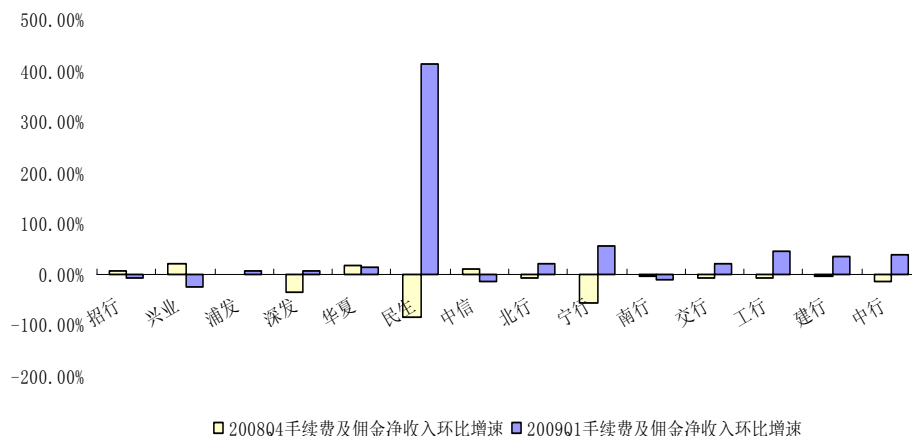
尽管上市银行的手续费及佣金收入同比增速显著放缓，但非息收入在营业收入中的比重仍整体稳中有升，非息收入占比的提升是上市银行ROA和ROE维持较高水平的重要因素。

图21：上市银行2009Q1手续费及佣金净收入同比增长情况



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

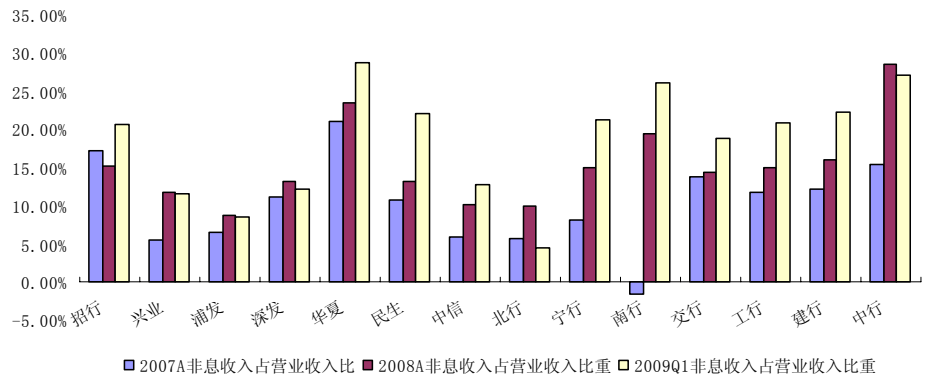
图22：上市银行2009Q1手续费及佣金净收入环比增长情况



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所



图23：上市银行非息收入占营业收入比重情况



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

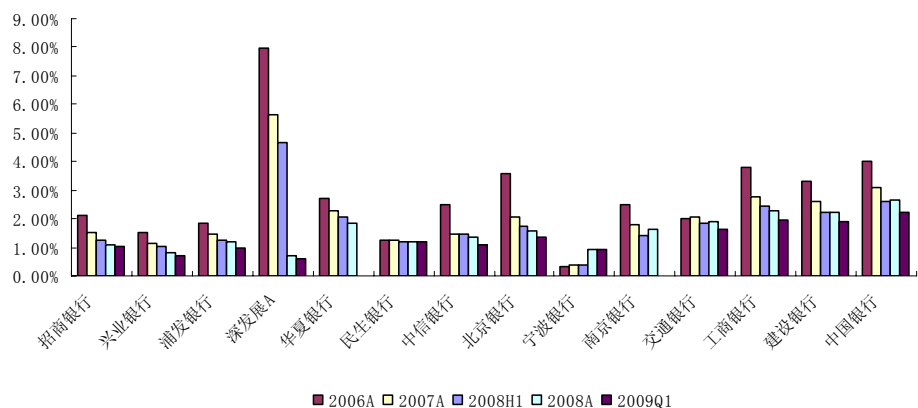
三、信贷成本变化是业绩超于/低于预期的关键所在

1. 去年四季度拨备支出加大，拨备覆盖率提升明显

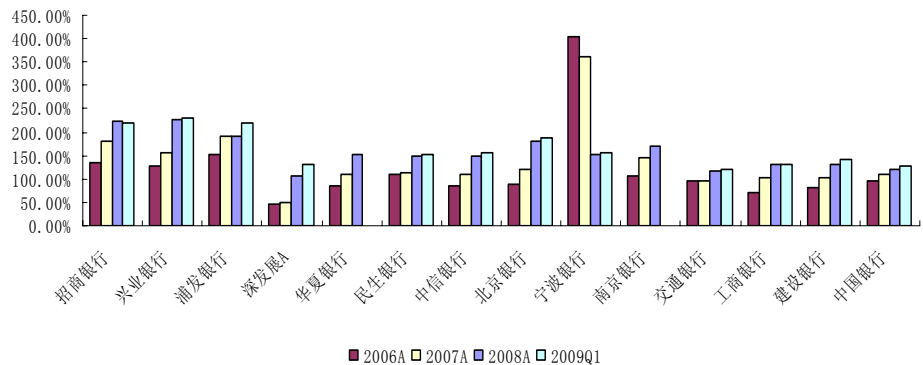
2008年下半年，宏观经济形势的下行趋势显现，对上市银行的资产质量产生一定影响，主要体现在关注类贷款和不良贷款余额的上升，但2008年底上市银行通过加大核销力度和按照银监会的要求主动加大拨备支出提高拨备水平，使得2008年末上市银行整体的资产质量较2007年底保持稳定，抗风险能力大大加强，部分银行仍然实现了不良贷款的“双降”，从不良贷款率上看，仅有宁波银行和交通银行不良率有所上升，其余均为下降。而从拨备覆盖率上看中型股份制银行中仅有深发展拨备覆盖率不足150%，大型银行中仅有交通银行和中国银行拨备覆盖率不足130%，城市商业银行拨备覆盖率均在150%以上。

2009年一季度，披露相关数据的12家上市银行中，不良贷款率均在2008年的基础上有所下降，多数银行拨备覆盖水平进一步提升。

图24：上市银行2009Q1不良贷款率呈现下降趋势



数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所


图25：上市银行拨备覆盖率提升显著


数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所

2. 近两年资产质量压力不大

对于未来银行资产质量的发展趋势，我们认为压力不大，上市银行的不良率将维持在低位，不会明显反弹，我们对上市银行的财务模型中假设不良率小幅上升的假设不变。

首先我们仍然强调宏观经济形势决定着银行资产质量的整体趋势，而我们目前对宏观经济的趋势持乐观态度，认为经济环境趋势向好，所以整个银行业的资产质量不会明显恶化。更为重要的是，目前我国房地产和土地价格呈现稳中有升的态势，这对银行的资产质量形成较大的利好。由于房产和土地是银行信贷的主要抵押品，其价格变动不仅影响着贷款资质的划分，而且影响着借款人的主动还款意愿和能力。若不动产价格大幅下跌，借款人的还款意愿将大幅下降，贷款质量分类也会随之下降，相反抵押品价格的稳定和回升首先提高了贷款的质量，前期被划分到不良类的贷款甚至有可能因为抵押品的回升而成为正常类贷款，其次还款人的还款意愿增强。第三，我国商业银行普遍的抵质押率不足70%，只要不动产价格不出现大幅下跌都不会影响商业银行的相关贷款质量。

其次快速的贷款规模扩张能迅速有效缓解不良贷款比率上升压力，因为分母增加的速度远远快于分子的增加速度。

第三，即使经济没有我们想象的好，经济继续下行，新增的贷款变成不良也有一定时滞，银行当前较为充裕的拨备，加上今年加速坏账核销和处置的进度将有效缓解信贷成本的压力，所以即使不良贷款在后期逐渐暴露，也不会大幅吞噬净利润。而我们更为支持的判断是，一季度的信贷扩张本身就会对经济有一定刺激效果，从而形成经济发展和银行资产质量的良性互动。

当然我们也认同当前经济还面临着很多不确定因素，经济回升的基础还不牢固，特别是国际经济走势还不明朗，外部需求下降，出口企业经济效益未现好转。但目前上市银行平均140%-150%的拨备覆盖水平已经能够覆盖经济复苏时期的不确定性风险，并考虑银行的主动坏账核销和处置，信贷成本不会显著上升。



根据前述，我们在 5 月份上调行业盈利预测的基础上进一步微调了上市银行 2009 年新增贷款额变量，预测结果显示上市银行 2009 年平均净利润增速上升至 8.15%，2010 年平均净利润增速上升至 17%。

表 4：2009 和 2010 年上市银行业绩预测中信贷成本的假设

信贷成本	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
招商银行	0.76%	0.68%	0.49%	0.48%	0.50%	0.50%
兴业银行	0.65%	0.83%	0.44%	0.72%	0.50%	0.65%
浦发银行	0.88%	0.89%	0.70%	0.56%	0.49%	0.60%
深发展 A	1.09%	0.77%	0.97%	2.76%	0.85%	0.60%
华夏银行	0.57%	0.94%	1.17%	1.36%	0.80%	0.80%
民生银行	0.37%	0.51%	0.44%	0.94%	0.70%	0.70%
中信银行	0.28%	0.36%	0.55%	0.87%	0.60%	0.70%
北京银行	0.32%	0.37%	0.45%	0.98%	0.60%	0.60%
宁波银行	0.18%	0.28%	0.31%	0.60%	0.60%	0.70%
南京银行	0.92%	0.42%	0.67%	1.13%	0.70%	0.75%
交通银行	0.65%	0.73%	0.64%	0.88%	0.65%	0.65%
工商银行	0.81%	0.87%	0.86%	0.84%	0.80%	0.70%
建设银行	0.56%	0.71%	1.04%	1.27%	0.80%	0.80%
中国银行	0.49%	1.42%	0.84%	1.12%	0.60%	0.70%

数据来源：齐鲁证券研究所

3. 信贷成本变化是业绩超于/低于预期的关键所在

资产质量的优劣对商业银行净利润的影响体现在拨备计提上，所以信贷成本的假设是预测商业银行业绩的重要变量。如前所述，我们认为近两年商业银行的不良贷款率仍维持在低位，目前的高拨备水平已经能够覆盖经济复苏中的不确定风险，信贷成本不会显著上升。如果经济形势的变化好于/坏于我们的预期，则实际信贷成本也会高于/低于我们的假设，那么实际经营业绩也会和我们的预期有所差异，所以我们对信贷成本的变化做了相应的敏感性分析：

1) 如果 2009 年信贷成本较我们假设上升 10 个基点，则行业 2009 年平均净利润增速下降至 6.77%，上升 20 个基点，则行业 2009 年平均净利润增速下降至 5.39%。

2) 如果 2009 年信贷成本较我们假设下降 10 个基点，则行业 2009 年平均净利润增速上升至 9.53%，下降 20 个基点，则行业 2009 年平均净利润增速上升至 10.91%。

3) 如果 2010 年信贷成本较我们假设上升 10 个基点，则行业 2010 年平均净利润增速下降至 15.23%，上升 20 个基点，则行业 2010 年平均净利润增速下降至 13.75%。

2) 如果 2010 年信贷成本较我们假设下降 10 个基点，则行业 2010 年



平均净利润增速上升至 18.19%，下降 20 个基点，则行业 2010 年平均净利润增速上升至 19.68%。

表 5：净利润增速对信贷成本变化的敏感性分析

2009E 净利润增速	招行	兴业	浦发	深发	民生	交行	工行	建行	行业平均
信贷成本上升 20bp	4.08%	1.31%	2.92%	634.17%	35.55%	7.02%	1.77%	2.29%	5.39%
信贷成本上升 10bp	5.40%	2.72%	4.72%	648.47%	38.10%	8.44%	2.94%	3.48%	6.77%
原假设信贷成本	6.71%	4.14%	6.52%	662.77%	40.64%	9.87%	4.10%	4.67%	8.15%
信贷成本下降 10bp	8.03%	5.55%	8.31%	677.07%	43.19%	11.29%	5.27%	5.86%	9.53%
信贷成本下降 20bp	9.34%	6.97%	10.11%	691.37%	45.73%	12.72%	6.44%	7.05%	10.91%
2010E 净利润增速	招行	兴业	浦发	深发	民生	交行	工行	建行	行业平均
信贷成本上升 20bp	23.18%	11.28%	6.90%	15.75%	27.59%	12.37%	14.56%	11.81%	13.75%
信贷成本上升 10bp	24.64%	12.90%	8.93%	17.98%	29.73%	13.92%	15.82%	13.13%	15.23%
原假设信贷成本	26.11%	14.52%	10.95%	20.21%	31.86%	15.46%	17.07%	14.44%	16.71%
信贷成本下降 10bp	27.57%	16.13%	12.98%	22.45%	34.00%	17.00%	18.33%	15.76%	18.19%
信贷成本下降 20bp	29.04%	17.75%	15.00%	24.68%	36.14%	18.55%	19.58%	17.08%	19.68%

数据来源：齐鲁证券研究所

四、2009年以来银行板块及个股市场表现回顾

2009 年以来银行股呈现出先抑后仰的走势。年初伊始，净息差下降和资产质量恶化的担忧抑制着银行股的股价；至一月中旬，12 月信贷数据超预期，银监会要求提高拨备水平，加上深发展大额核销和拨备计提等，银行 2009 年业绩压力略有减小，银行股微跑赢大盘；而后月度信贷数据屡超预期，部分上市银行公布年报显示不良率并未上升，同时拨备水平显著上升，但票据融资占比较高，净息差下降等多空因素的交织使得银行股走势较大盘反复，但仍未明显跑赢大盘，年初至 4 月中旬，银行股指数上涨 42.7%，较上证综合指数涨幅高 3.5%，较沪深 300 指数涨幅低 5.1%；

4 月中旬以来，我们先后发布两份报告，调高银行股的投资评级，提出战略配置银行股，并调高了 2009 年上市银行业绩预测。宏观经济趋稳，净息差见底时间提前和对资产质量担忧大大减小，银行股绝对和相对估值优势偏低，银行股显著跑赢大盘。4 月中旬至今，银行股指数上涨 38%，较上证综合指数涨幅高 22%，较沪深 300 指数涨幅高 21%，显著跑赢大盘。

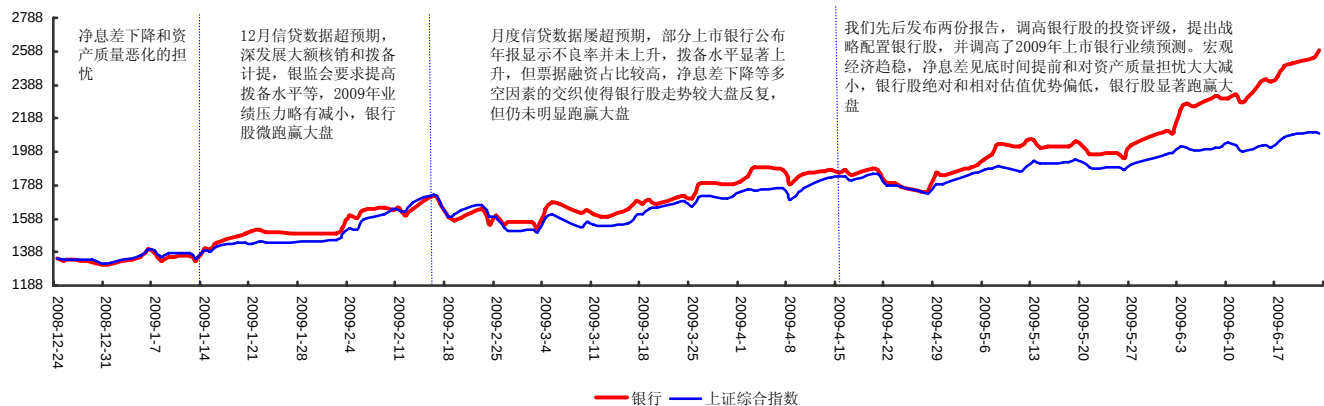
个股方面，中型股份制银行和城市商业银行今年以来表现较好，深发展、浦发和兴业表现最好，我们认为业绩弹性较大和估值优势是中型股份制银行整体表现较好的原因所在，而城市商业银行因异地扩张对业绩的边际贡献作用较大，资产质量好于预期，2009 年经营压力较小而表现良好。近一月招商银行和国有大型银行涨幅较好，前者是由于负面因素均以消化完毕，市场预期 2010 年业绩较好，而后者我们认为多是属于补涨。

此外，再融资给商业银行带来的资本补充和未来发展机遇也是银行股上半年走势的重要催化剂，如有融资概念（非 A 股公开发行）的浦发



银行、深发展、民生银行等涨幅居前。

图26：2009年以来银行板块先抑后扬



数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

表 6：2009 年以来银行业个股市场绝对表现

股票代码	股票名称	绝对收益%			备注
		近 1 个月	近 2 个月	2009 年以来	
601398.SH	工商银行	32.35	37.88	58.52	
601939.SH	建设银行	38.98	43.12	62.92	
601988.SH	中国银行	35.51	37.07	60.61	
601328.SH	交通银行	29.07	42.00	94.42	2 月上调投资评级，推荐以来表现良好
600036.SH	招商银行	36.70	44.32	85.03	重点推荐公司，近一月表现较好
601166.SH	兴业银行	27.98	56.30	141.40	4 月上调投资评级
600000.SH	浦发银行	27.67	46.11	138.96	上半年重点推荐公司，4 月上调投资评级，推荐以来表现良好
000001.SZ	深发展 A	30.38	45.30	133.62	今年以来表现良好，年初重点推荐
600015.SH	华夏银行	28.33	25.17	74.41	
600016.SH	民生银行	32.78	49.41	102.27	2 月上调投资评级，推荐以来表现良好
601998.SH	中信银行	21.91	28.30	58.55	
601169.SH	北京银行	25.37	34.22	81.37	
002142.SZ	宁波银行	32.79	37.11	92.36	3 月上调投资评级
601009.SH	南京银行	24.76	42.26	110.42	

数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所



五、银行股估值及投资策略

1. 行业绝对估值中枢：PB 在 2.5-3 倍之间较为合理

虽然 2009 年国内商业银行经营压力较大，业绩增速下滑明显，面临的不确定性风险仍然较多，但我们认为中国银行业的长期发展向好趋势并没有因为当前遇到的困难而改变。

我们在DDM模型中，以 2009 年和 2010 年上市银行的净利润平均增速作为未来三年净利润复合增长率的近似值，以上市银行的平均ROAE作为第一阶段的ROAE水平，并假设这一水平将会在第二阶段有所回落，在第三阶段回落至 11%的水平，由此得到A股银行股平均的合理PB水平为 2.32 倍，我们认为这一水平是银行股估值中枢所在。如果考虑到市场流动性充裕，银行业基本面仍有超预期的可能，加上资产质量风险并不大，我们认为目前银行股的PB在 2.5-3 倍之间较为合理。

表 7：DDM 模型下的银行业隐含 PE 和 PB 水平

关键假设	假设值
无风险利率	2.00%
贝塔 β	1.00
风险溢价	8%
股权资本成本	10.00%
第一阶段年数（2009-2011）	3
第一阶段净利润复合增速	12.43%
第一阶段股利支付率	20%
第一阶段 ROAE	18.47%
第二阶段年数（2011-2018）	8
第二阶段 ROAE	15.00%
第二阶段股利支付率	30.00%
第二阶段增长率	10.50%
永续增长阶段 ROAE	12.00%
永续增长阶段股利支付率	70%
永续增长阶段增长率	3.60%
隐含 PB	2.32

数据来源：齐鲁证券研究所

由于三阶段股利贴现法对股权资本成本和永续增长率两个变量较为敏感，所以我们对这两个变量进行了敏感性分析。

表 8：银行业绝对估值水平的敏感性分析

股权资本成本 永续增长率					
	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%
3.00%	2.71	2.39	2.13	1.90	1.71
3.30%	2.85	2.51	2.22	1.98	1.77

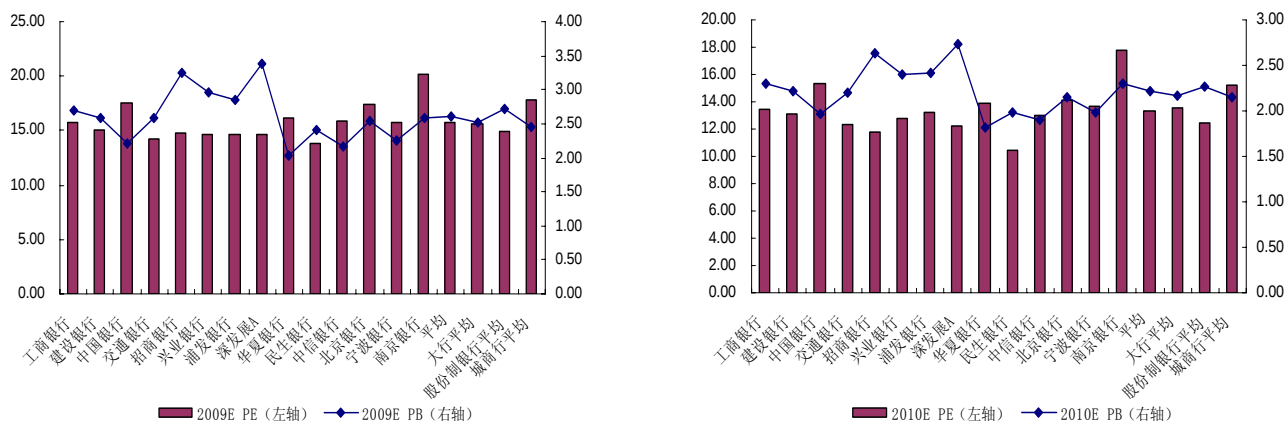


3.60%	3.01	2.63	2.32	2.06	1.84
3.90%	3.18	2.77	2.43	2.15	1.91
4.20%	3.37	2.92	2.55	2.25	1.99

数据来源：齐鲁证券研究所

以 6 月 23 日收盘价计算，当前银行股股价对应的 2009 年动态估值平均 PB 为 2.6 倍，2010 年动态估值平均 PB 为 2.2 倍，仍有提升空间。

图27：目前上市银行股动态估值水平



数据来源：齐鲁证券研究所

2. 估值处于市场底端，相对投资价值较大

虽然近两月银行板块的涨幅较大，估值提升较为明显，但相对于大盘的估值优势并未明显收窄。截止 6 月 23 日收盘，银行股平均 PE (TTM) 约为 17 倍，这一估值水平较大盘整体水平 29 倍有 41% 的折价，这一差距和我们前期报告发布时并无明显收窄；当前银行股平均 PB (按照最新报告期计算) 约为 2.86 倍，这一水平较大盘整体水平 3.15 倍有 9% 的折价，这一差距已经明显收窄，考虑到大盘指数的多数成分股并不适合用 PB 估值，所以 我们认为从 PE 估值角度看，银行股相对大盘的低估值优势并未被前期的上涨所消化。从各行业之间的横向比较，我们也发现银行股的估值水平处于市场底端，相对投资价值较高。银行股的相对估值优势是我们判断下半年银行股将获得超额收益的重要理由之一。

我们计算了 2003 年至今银行股较大盘的 PE 折价率平均值为 -15%，2007 年至今银行股较大盘的 PE 折价率平均值为 -23%，如果我们假设银行股估值较大盘的折价率回归到 -20%，则银行股的 PE 水平应当提升至 23 倍，有 35% 的上涨空间；如果我们假设银行股估值较大盘的折价率回升至 -30%，则银行股的 PE 应当在 20 倍，有 19% 的上涨空间。

如果考虑银行业 2010 年盈利能力将明显回复，行业平均净利润增速达 17%，那么 2009 年动态 PE 达到 20 倍，2010 年动态 PE 达到 15-16 倍也是合理的。目前股价对应的 2009 年动态 PE 为 17 倍，2010 年动态 PE 为 13 倍，约有近 20% 的上涨空间。

Company	Predicted Market Rate (%)
Wind Energy	15
Wind Bank	15
Wind Energy II	22
Wind Company II	25
Wind Food & Consumer Goods	25
Wind Food & Consumer Goods II	25
Wind Food & Consumer Goods III	25
Wind Food & Consumer Goods IV	25
Wind Food & Consumer Goods V	25
Wind Food & Consumer Goods VI	25
Wind Food & Consumer Goods VII	25
Wind Food & Consumer Goods VIII	25
Wind Food & Consumer Goods IX	25
Wind Food & Consumer Goods X	25
Wind Food & Consumer Goods XI	25
Wind Food & Consumer Goods XII	25
Wind Food & Consumer Goods XIII	25
Wind Food & Consumer Goods XIV	25
Wind Food & Consumer Goods XV	25
Wind Food & Consumer Goods XVI	25
Wind Food & Consumer Goods XVII	25
Wind Food & Consumer Goods XVIII	25
Wind Food & Consumer Goods XIX	25
Wind Food & Consumer Goods XX	25

公司	市净率 (最新报告期)
Wind电力设备12	2.2
Wind公用事业11	2.8
Wind医药	2.8
Wind通信	2.9
Wind材料11	3.0
Wind食品饮料12	3.0
Wind金融与个人服务	3.0
Wind地产11	3.1
Wind医疗保健12	3.2
Wind化工与基础原材料12	3.3
Wind技术硬件与设备	3.6
Wind资源	3.8
Wind煤炭11	4.0
Wind有色金属与金属	4.1
Wind电气化	4.2
Wind多元金融	4.3
Wind机械设备12	4.4
Wind医药、生物与生命科学	4.5
Wind计算机与半导体12	4.6
Wind化工、材料与服务	5.2
Wind轻工制造	5.6
Wind纺织服装与家纺	5.8
Wind其他	10.5

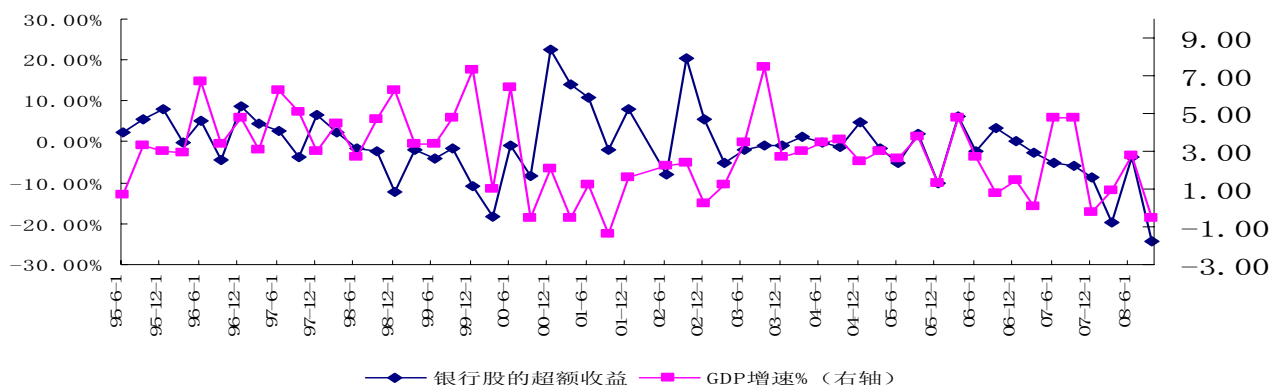
- 28



3. 银行股下半年获得超额收益的概率较大

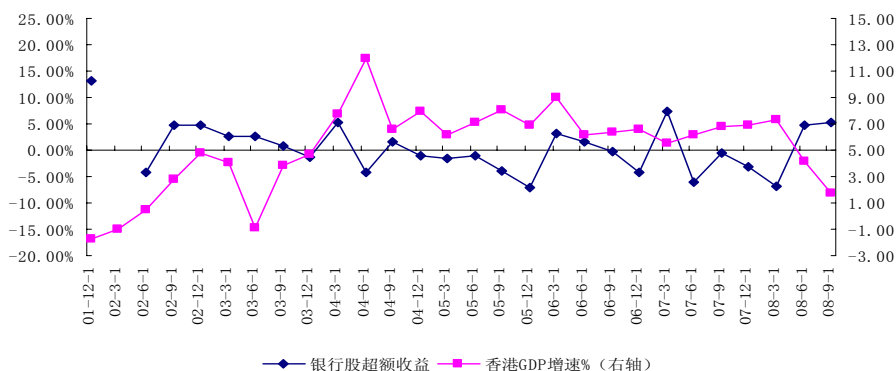
我们对比美国和香港银行股二级市场走势（相对于大盘的超额收益情况），我们认为银行股的二级市场走势和GDP增速高度相关，但不完全同步。如美国银行股一般先于GDP启动，而我国银行股表现一般滞后于GDP。在GDP增速下行期间，银行很难跑赢大盘，而在GDP增速回升初期，银行也难以获得超额收益，只有在GDP增速上升趋势明显时期，银行跑赢大盘的概率较大。基于我们宏观组的研究成果和我们前面所做的陈述，我们认为中国经济已经于2009年一季度见底，目前经济回升的趋势较为明显，尽管仍有一些不确定因素，但积极的财政政策和宽松的货币政策效果逐渐显现，经济活跃程度已经大大提升，故银行股下半年获得超额收益的可能性仍较大，维持“谨慎推荐”的投资评级。

图31：美国银行股走势和GDP增速

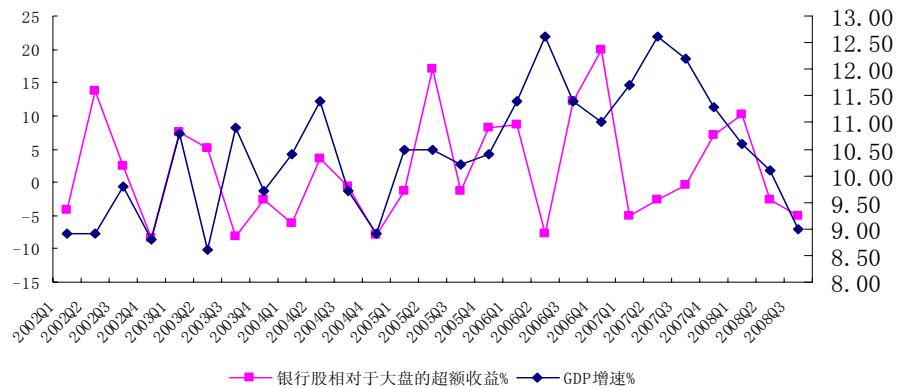


数据来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所

图32：香港银行股走势和GDP增速



数据来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所


图33：我国银行股走势和GDP增速


数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

4. 潜在的催化剂和风险：

我们认为一些潜在的催化剂将为银行股创造阶段性行情，主要有：1）上市银行中报可能好于我们预期，主要是净息差、中间业务增长和资产质量方面；2）宏观经济形势继续向好，各项经济指标继续回升；3）整个 A 股市场的估值水平继续回升；4）多种可能针对市场的政策利好都将有助于银行股的二级市场走势。

我们认为银行业的经营风险实质上就是国内外宏观经济环境的风险。所以如果国内外的经济形势并未好转，外需难以提振导致经济复苏状况低于预期或者央行收紧流动性时间早于预期，那么对银行业二级市场走势将造成一定的负面影响。

5. 个股投资组合：民生+兴业+浦发+招行

随着宏观经济向上趋势逐渐显现，银行的资产质量压力大大减小，信贷成本的稳定使得银行股的盈利预测的稳定性和可预见性增强，我们选股的思路也将由防御型转为进攻型。我们下半年的选股思路包括：

1) 有基本面支撑的低估值品种，即选择高增长低PE或者高盈利能力（ROE）低PB的品种：我们认为估值的高低并不能简单的归结为PB或者PE的高低，因为PE反映的是对未来公司的成长性预期，成长性越高，其PE也应该越高；而PB的高低应该结合公司自身的盈利能力，盈利能力越强的公司其PB估值也应该越高。经过比较 14 家上市银行盈利能力、成长性和当前的估值水平，我们认为民生银行和浦发银行的估值优势更为明显。

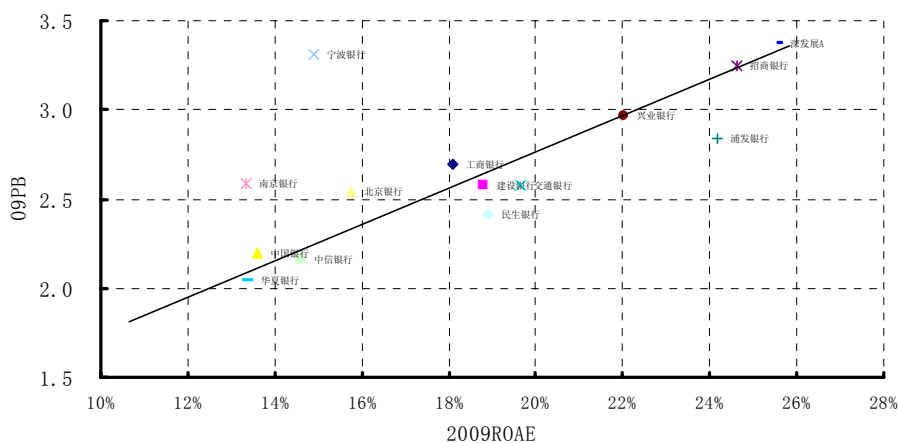
2) 业绩弹性比较大或者未来发展空间较大的公司：除估值外，我们也应该选择一些资产质量稳健，特定业务结构使得经济环境对其业绩影响弹性比较大的公司，如兴业银行和北京银行；或者是有资本补充计划，融资后将为公司近几年的快速扩张奠定资本基础，并提升抗风险能力和盈利能力，



未来发展空间较大，如招商银行、浦发银行、民生银行和深发展。

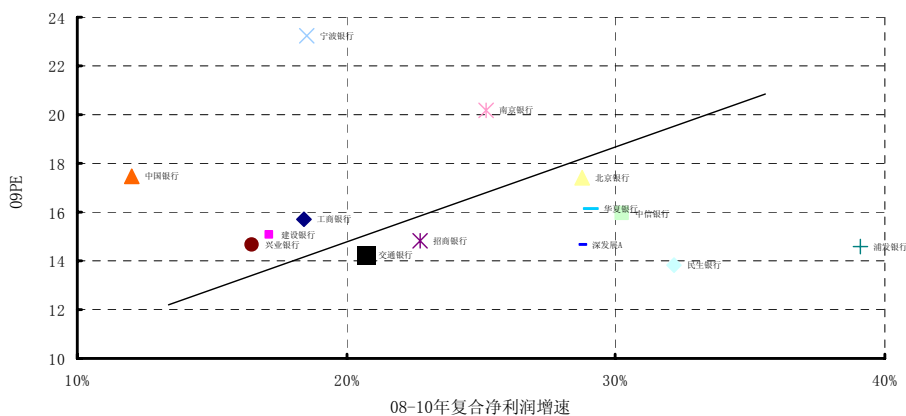
综合以上两方面，我们上调兴业银行投资评级至“推荐”，下半年重点推荐组合为民生银行、兴业银行、浦发银行和招商银行，并关注城市商业银行的投资机会。

图34：上市银行盈利能力和PB比较图



数据来源：齐鲁证券研究所

图35：上市银行成长性和PE比较图



数据来源：齐鲁证券研究所



六、重点推荐公司简评

公司	投资评级	投资要点	风险提示
招商 银行	推荐	1. 风险控制能力较强，资产质量良好，拨备计提标准严格，计提比例高； 2. 资产负债结构稳健均衡； 3. 并购永隆银行迈开国际化战略步伐； 4. 估值风险已经大幅释放； 5. 市场对永隆银行商誉减值准备问题已经基本消化； 6. 看好公司未来发展。	1. 净息差下降可能较为明显；
浦发 银行	推荐	1. 长三角区域业务占比较高，该区域经济资源丰富，信用环境较好，并有望受益于世博会和上海建设国际金融中心实现良好发展； 2. 拨备覆盖率高，计提标准严格，计提比例较高，未来信用成本压力小，并有望实现对利润正向贡献； 3. 盈利能力显著提升，2009 年和 2010 年盈利能力仍将维持在相对较高水平； 4. 有再融资计划，融资迫在眉睫，若成功将为公司补充 150 亿资本金以支持公司的长期发展； 5. 受益于上海两个中心的建设，或将成为上海国际集团打造金融控股集团的平台。	1. 定向增发事项进展情况；
交通 银行	推荐	1. 综合经营化发展提速，财富管理将成为未来 3 年战略化目标；兼具大银行的规模优势和中小银行的灵活优势； 2. 资产质量良好，分类标准严格，拨备充足度高； 4. 交通银行的中长期贷款偏低，比行业平均水平低 5% 左右，未来还有提升空间； 5. 2009 年提出了“争先进位，跑赢大市”的目标； 6. 受益于上海两个中心的建设。	
民生 银行	推荐	1. 公司在业内首创事业部制改革，虽然短期存在改革成本，但看好其长期发展； 2. 公司近两年大手笔的综合经营投入使其金融集团的框架已经大体形成； 3. 上半年出售海通证券股权，为其业绩锦上添花； 4. 公司经营费用将逐年下降； 5. 09 年经营状况良好，目前估值偏低。	1. 事业部改革的风险；



深发展 A	谨慎推荐	1. 供应链金融在业内有领先优势和品牌优势; 2. 资本充足率达标后公司将进入快速扩张期; 3. 历史不良资产迁徙基本结束, 不良资产改善效果显著, 新增贷款不良率较低; 4. 关注类贷款及关注/不良倍数在上市银行中最低; 5. 向平安寿险定向增发带来进一步的资本补充和扩张机遇, 平安并购成功将发挥更高的品牌效应和协同效应。	1. 并购事件的不确定性风险;
兴业银行	推荐 (上调)	1. 总资产收益率在上市银行中仅次于浦发和招行, 在同业中处于前列; 2. 不良贷款率为中型股份制银行中最低水平, 拨备覆盖率高达 227%; 3. 房地产类贷款占比虽然较高, 但质量在资产组合中为最好; 4. “银银平台”业务发展迅速, 业绩突出; 5. 上半年经营状况良好, 一般性贷款增速在上市银行中突出。	1. 零售业务的发展进程 2. 同业负债成本偏高
工行银行	谨慎推荐	1. 网络广泛, 客户优质将是工行长期竞争力的核心; 2. 经营风格稳健, 贷款平稳增长, 受宏观调控影响较小; 3. 贷存比较低使得降息对净息差收窄幅度小于行业平均水平; 4. 国际化战略和海外并购是公司近两年的最大看点; 5. 汇金公司承诺增持概念, 高盛承诺在 2010 年 4 月 28 日之前, 将不会变现其持有工行股权 (H 股) 的 80%。	1. 美国次贷危机对其外币资产质量的影响。
北京银行	谨慎推荐	1. 公司的跨区域发展战略清晰, 可执行性强, 未来的发展值得期待; 2. 资本金充裕, 贷存比较低使得降息对净息差收窄幅度小于行业平均水平; 3. 高风险行业贷款占比较低, 客户优质, 资产质量风险较小; 4. 费用收入比上市银行最低; 5. 估值较其他城市商业银行低。	1. 区域扩张存在一定的区域经营风险;


表 9：A 股上市银行盈利预测及估值比较

股票代码	股票简称	投资评级	0623 收盘价	A 股总股本 (百万)	A 股总市值 (百万)	每股收益 EPS			每股净资产 BVPS		
						2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
601398.SH	工商银行	谨慎推荐	5.42	250,962	1,360,216	0.33	0.35	0.40	1.81	2.01	2.35
601939.SH	建设银行	中性	6.24	9,000	56,160	0.40	0.41	0.47	1.99	2.42	2.81
601988.SH	中国银行	中性	4.77	177,819	848,196	0.25	0.27	0.31	1.84	2.17	2.42
601328.SH	交通银行	推荐	9.08	25,930	235,444	0.58	0.64	0.74	2.96	3.52	4.13
600036.SH	招商银行	推荐	22.50	12,045	271,017	1.42	1.52	1.92	5.41	6.93	8.54
601166.SH	兴业银行	推荐	34.74	5,000	173,700	2.28	2.37	2.72	9.80	11.73	14.44
600000.SH	浦发银行	推荐	22.45	7,926	177,936	2.21	1.54	1.70	7.36	7.90	9.30
000001.SZ	深发展 A	谨慎推荐	22.10	3,105	68,630	0.20	1.51	1.82	5.28	6.55	8.07
600015.SH	华夏银行	谨慎推荐	12.54	4,991	62,581	0.62	0.78	0.91	5.49	6.14	6.89
600016.SH	民生银行	推荐	8.13	18,823	153,031	0.42	0.59	0.78	2.86	3.37	4.09
601998.SH	中信银行	中性	6.12	26,632	162,985	0.34	0.38	0.47	2.44	2.83	3.22
601169.SH	北京银行	谨慎推荐	16.16	6,228	100,637	0.87	0.93	1.15	5.43	6.36	7.50
002142.SZ	宁波银行	谨慎推荐	8.69	2,500	32,050	0.53	0.55	0.63	3.52	3.87	4.40
601009.SH	南京银行	中性	17.32	1,837	31,813	0.79	0.86	0.97	6.15	6.71	7.51

股票代码	股票简称	2008ROAA	2008ROAE	2008 核心 资本充足 率	2008 资本充 足率	市盈率 PE			市净率 PB		
						2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
601398.SH	工商银行	1.17%	19.40%	10.75	13.06	16.34	15.70	13.41	3.00	2.69	2.31
601939.SH	建设银行	1.27%	20.88%	10.17	12.16	15.75	15.04	13.15	3.13	2.58	2.22
601988.SH	中国银行	0.98%	14.23%	10.81	13.43	19.06	17.48	15.32	2.59	2.20	1.97
601328.SH	交通银行	1.19%	20.78%	9.54	13.47	15.65	14.25	12.34	3.06	2.58	2.20
600036.SH	招商银行	1.45%	28.40%	6.56	11.34	15.80	14.80	11.74	4.16	3.25	2.63
601166.SH	兴业银行	1.22%	25.90%	8.94	11.24	15.26	14.65	12.79	3.54	2.96	2.41
600000.SH	浦发银行	1.13%	36.31%	5.03	9.06	10.15	14.61	13.17	3.05	2.84	2.41
000001.SZ	深发展 A	0.15%	4.18%	5.27	8.58	111.58	14.63	12.17	4.18	3.37	2.74
600015.SH	华夏银行	0.46%	15.17%	7.46	11.40	20.38	16.12	13.85	2.28	2.04	1.82
600016.SH	民生银行	0.80%	15.15%	6.60	9.22	19.41	13.80	10.47	2.84	2.41	1.99
601998.SH	中信银行	1.21%	14.84%	12.32	14.32	17.93	15.92	13.04	2.51	2.16	1.90
601169.SH	北京银行	1.40%	17.92%	16.42	19.66	18.58	17.39	14.09	2.98	2.54	2.15
002142.SZ	宁波银行	1.49%	15.83%	14.60	16.15	16.31	15.76	13.72	2.47	2.24	1.98
601009.SH	南京银行	1.72%	13.76%	20.68	24.12	21.85	20.21	17.82	2.82	2.58	2.31

备注：假设浦发 2009 年完成股权融资，民生和深发展暂未考虑股权融资

数据来源：上市银行定期报告，齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

