

投资评级:

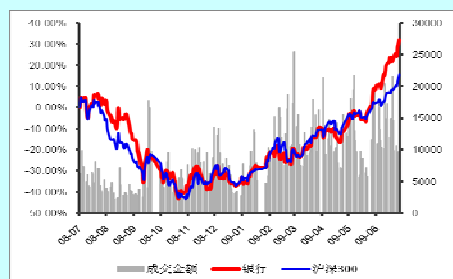
投资评级

谨慎推荐

上次评级

谨慎推荐

股价相对市场表现:



数据来源: WIND

相关研究:

《信贷增长处十字路口 复苏之路或更漫长》2009/05/23

《麦田最后的守望者》2009/03/14

《以史为鉴 内需拉动下的银行股投资策略》2009/01/07

《并购贷款: 一半海水 一半火焰》2008/12/13

《中国银行业: 完美风暴中的航行者》2008/11/1

金融行业分析师:

徐明强

8621-68761616-8288

Xumq@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

信贷处于正反馈后期 银行选择先小后大

——2009 年下半年银行股投资策略报告

要点:

► 09 年上半年银行大量放贷对实体经济具有短期刺激作用。通过大量基础设施投资和项目投资, 放缓的经济活动再次趋于活跃

► 前期较为担心的房地产信贷质量问题在市场超预期复苏的情况下得以缓解。降低房地产企业开发项目资本金比例在一定程度上缓解了流动性紧张的问题, 对地产公司破产担忧降低

► 09 年上半年新增信贷投放总量 7.36 万亿, 全年新增信贷可达 10 万亿。大量的信贷投放改善了企业的资金状况, 反过来增加了抵押物的价值, 又进一步降低了不良贷款率。这一正反馈过程在信贷不断增加的过程中得以增强

► 银行信贷预计在 09 年下半年将放缓。中小型商业银行放贷能力已显不足, 大型银行尚存放贷能力, 但从政策导向看, 下半年应不会继续鼓励加速放贷

► 目前美联储的货币政策处于两难境地。市场处于泛滥流动性造成的怪圈之中, 一方面实体经济缺乏吸引力, 难以吸引有效投资, 另一方面宽松的货币环境在逐渐推升大宗商品价格。如果美国继续增加货币供给导致中国的输入性通胀, 中国或被迫调整货币政策, 从而终止信贷的正反馈过程。由于目前企业的生产尚未出现急速扩张, 预计这一反转过程不会在 09 年下半年发生

► 在 09 年上半年放贷规模速度超出预期的情况下, 前期应关注业绩弹性较大, 拨备充足的中小银行。但随国家信贷政策的逐渐转向, 应更加关注银行经营的稳健性和风险控制。在一季度较早增加放贷的银行对贷款项目具有更好的项目选择空间。大型银行在一季度对政策响应更为及时, 贷存比低于小型银行。同时大型银行在满足 150% 拨备要求后, 将甩掉历史包袱, 轻装上阵

► 09 年第 3 季度推荐半年报将释放业绩的北京银行, 兴业银行, 民生银行。而在 4 季度推荐风险管理能力较好, 已对不良贷款进行谨慎拨备的建设银行。如在 3 季度完成 150% 的拨备要求, 可选择在信息技术及私人银行投入较多, 进步较快的工商银行。

目 录

一、 宏观经济形势展望.....	1
1) 各国央行将继续实施宽松货币政策 流动性依旧汹涌	1
2) 信贷粗放 复苏之路仍旧漫长.....	4
二、 银行信贷处正反馈循环 下半年资产质量安全	7
1) 上半年汹涌信贷推升资产质量 反身性理论实例	7
2) 房地产市场回暖减缓贷款质量担忧.....	8
三、 飞涨的信贷难以维持 虽无近忧但有远虑	9
1) 2H 仍将维持宽松的货币环境 但增量难以媲美 1H	9
2) 变攻为守 大型银行具有更好的安全边际和持续放贷能力	10

图 表

图 1 美元指数	1
图 2 美联储联邦基金利率	1
图 3 美国非农就业人数	2
图 4 隔夜 SHIBOR	2
图 5 货币乘数	3
图 6 月度新增人民币贷款	3
图 7 固定资产投资与贷款增速对比	4
图 8 GDP 与发电量增长率对比	4
图 9 进出口商品总额	5
图 10 社会消费品零售总额	5
图 11 城镇失业率	5
图 12 不良贷款拨备覆盖率 (09 年 1 季度)	7
图 13 不良贷款比例 (09 年 1 季度)	8
图 14 存贷比 (08 年年报)	9
图 15 市场利率走势	9
图 16 资本充足率与核心资本充足率	10

一、宏观经济形势展望

1) 各国央行将继续实施宽松货币政策 流动性依旧汹涌

始自 07 年的金融危机历经两年后在欧美各国仍难见绿芽，各国央行短期内仍将维持宽松的货币政策。美国政府处于两难境地，通过购买国债继续释放流动性使得美元面临贬值压力，美元指数持续下挫，而接近于零的基准利率又难以提高美元的吸引力。美国非农就业人口持续下降，失业率达 9.5%，创 25 年新高。

图 1 美元指数

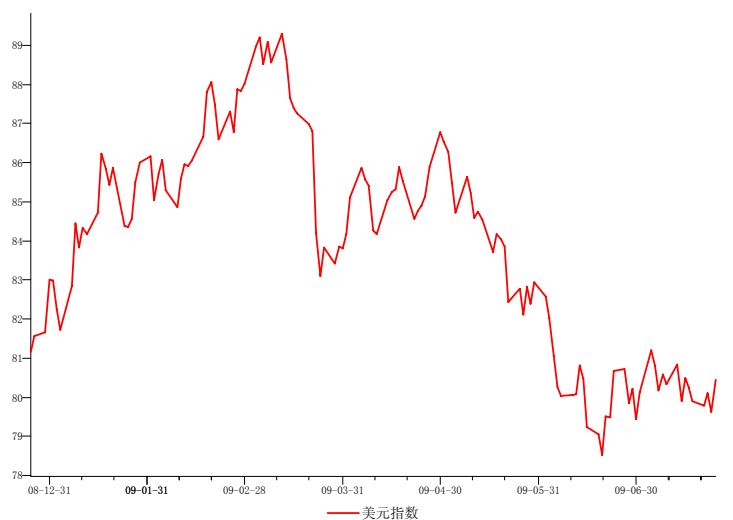


图 2 美联储联邦基金利率

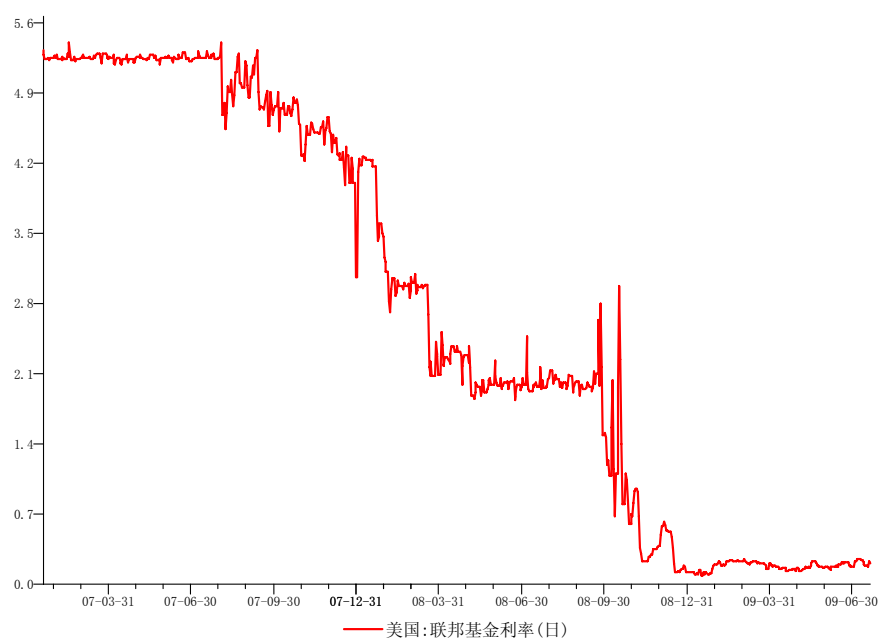
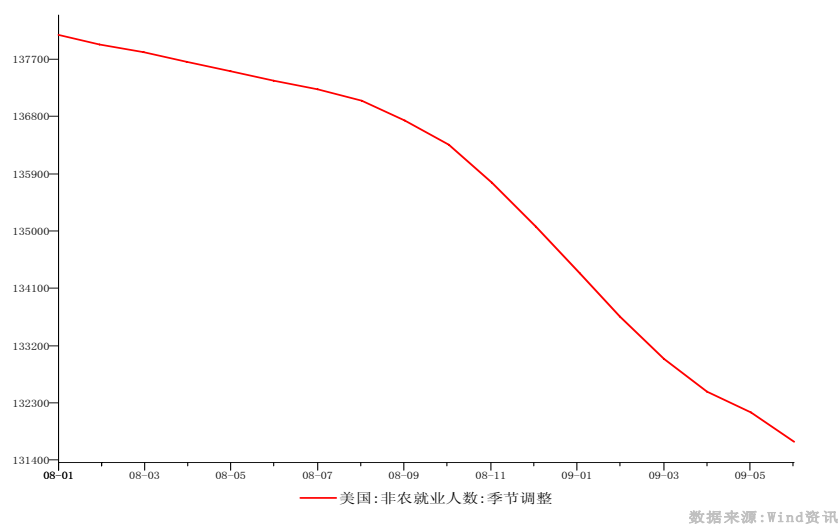
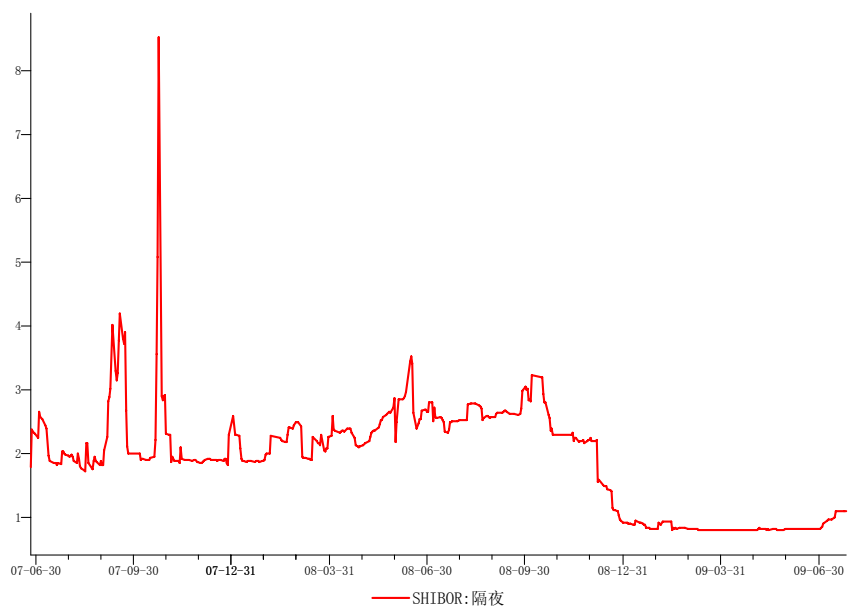


图 3 美国非农就业人数



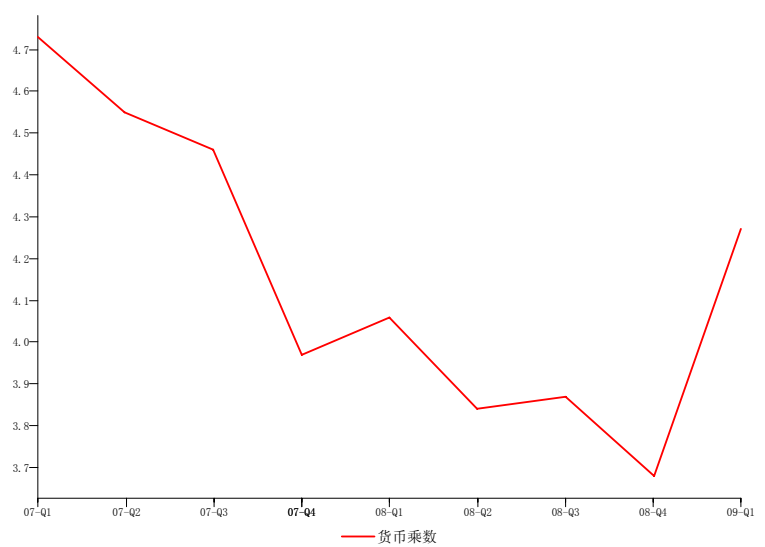
在失业率不断攀升的情况下，经济复苏的速度将会很慢。失业率上升造成的收入下降，以及去杠杆过程中家庭储蓄率的上升在很大程度上降低了经济活动的节奏。贷款欲望的低迷促使美联储仍将维持低利率宽松的货币环境。

图 4 隔夜 SHIBOR



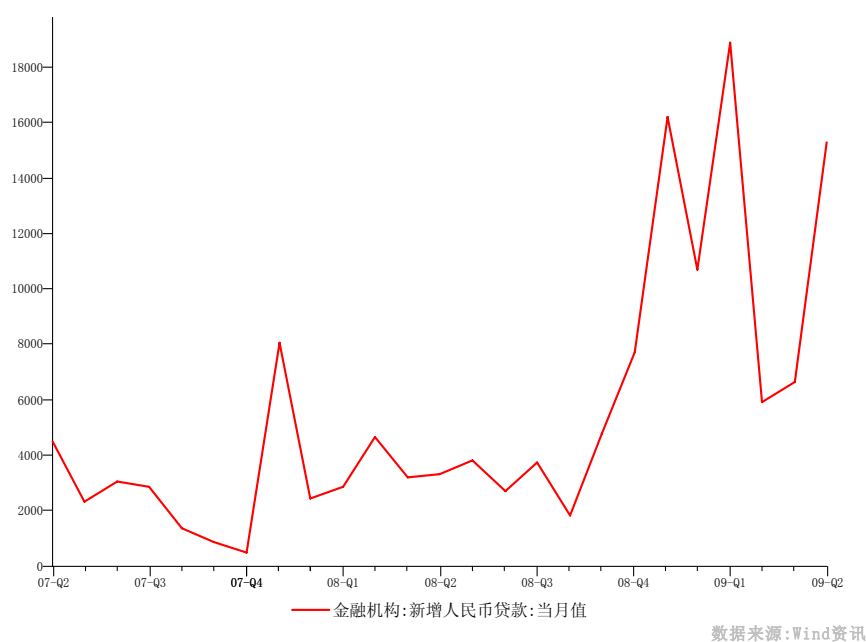
数据来源:Wind资讯

图 5 货币乘数



数据来源:Wind资讯

图 6 月度新增人民币贷款



2) 信贷粗放 复苏之路仍旧漫长

中国央行在09年上半年实施了较为猛烈的刺激政策。各商业银行前6个月新增信贷7.36万亿。但过快的信贷增长难以在短期被实体经济消化，投资，消费，出口未出现明显复苏。溢出的流动性推升了资本市场，房地产和大宗商品。大量的资金短期内推动经济的活跃度，但信贷过于集中，用于产业升级的比例不够大，经济复苏的持续性有待观察。另一方面，上半年过多的信贷投放对于下半年的信贷增长有一定的抑制作用，未能在上半年享受到信贷刺激的私营企业可能仍会遇到融资难题。

图 7 固定资产投资与贷款增速对比

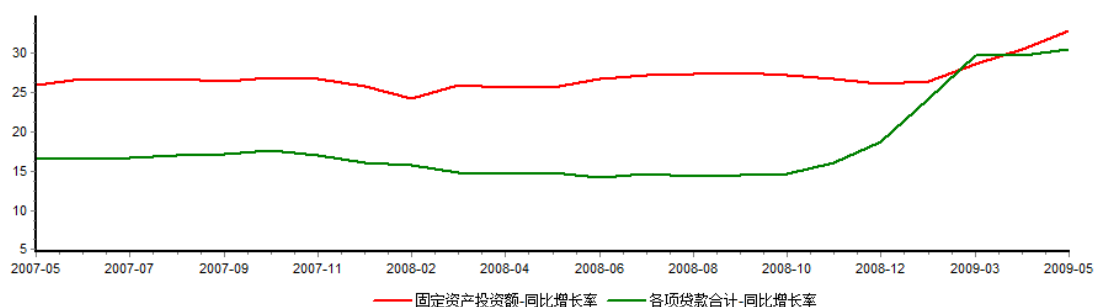
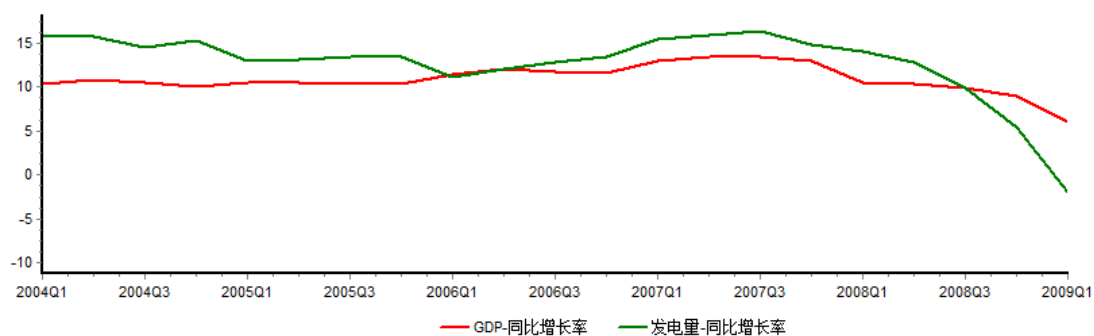
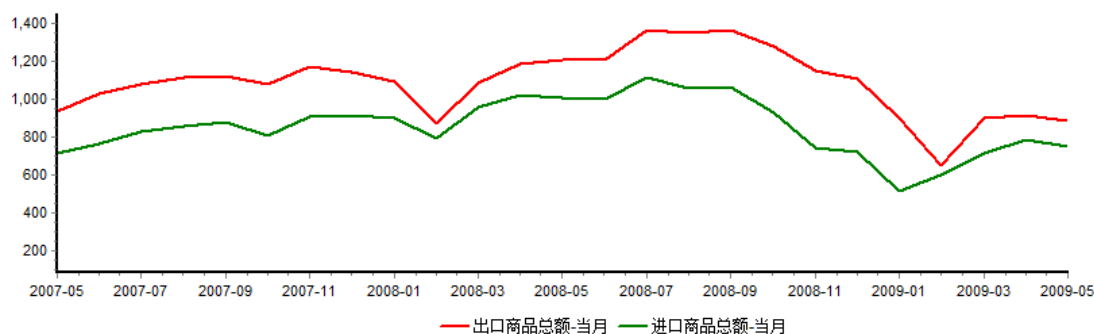


图 8 GDP 与发电量增长率对比



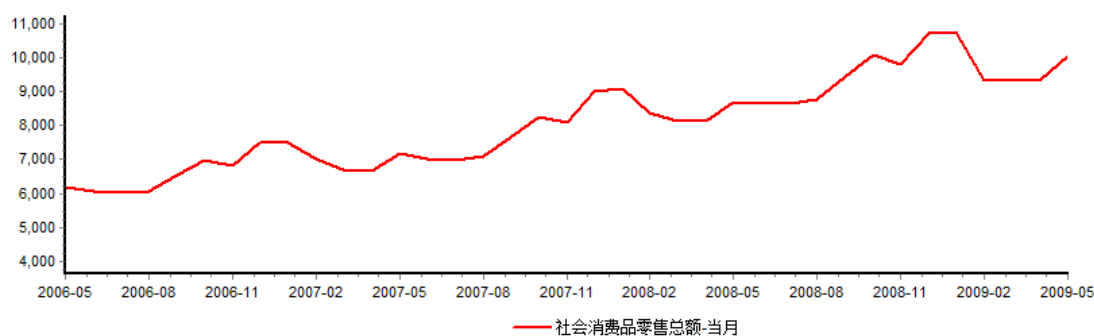
数据来源: Wind资讯

图 9 进出口商品总额



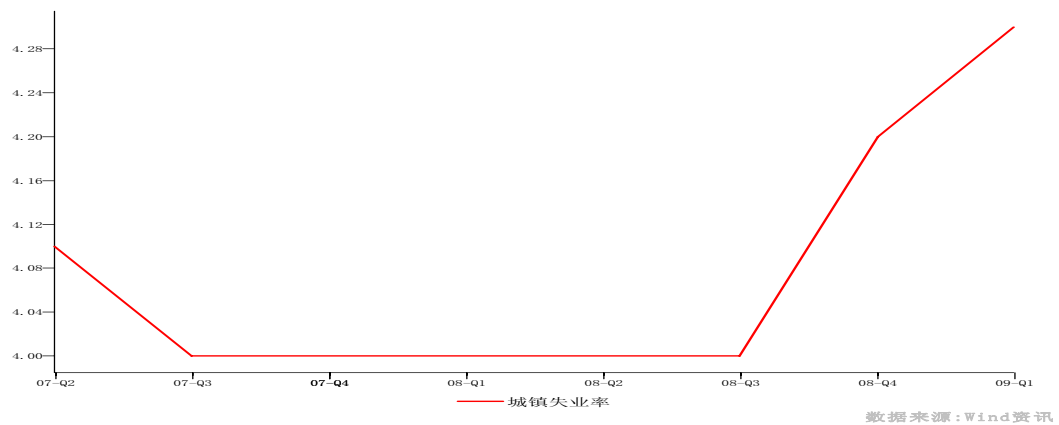
数据来源: Wind资讯

图 10 社会消费品零售总额



数据来源: Wind资讯

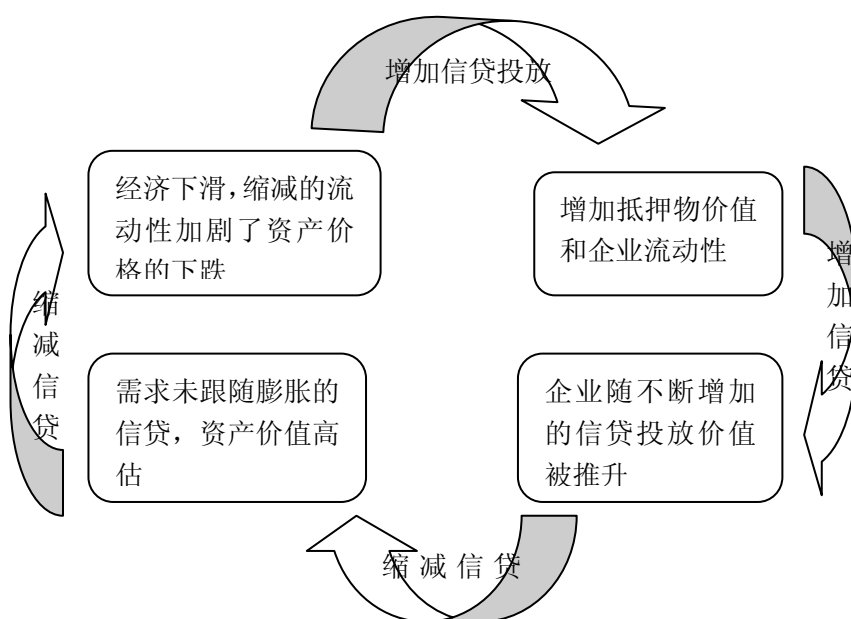
图 11 城镇失业率



二、 银行信贷处正反馈循环 下半年资产质量安全

1) 上半年汹涌信贷推升资产质量 反身性理论实例

银行上半年大量的信贷投放在一定程度上增加了抵押物的价值，而信贷状况的好转又提升了银行的价值。当信贷不断持续投放时，这一过程处于正循环阶段。目前来看，由于银行在上半年大量的信贷投放，这一过程处于正反馈循环。



在贷款不断增加的正反馈循环过程中，抵押物的价值得以提升，因此对于银行来说出现大量坏账的可能性并不大。而且银监会在08年底为防范金融危机恶化可能造成的冲击，加大了对银行不良贷款拨备覆盖率的监管要求。因此从不良贷款率和拨备覆盖率两个角度，目前银行的都处于较好的状态。

图 12 不良贷款拨备覆盖率（09 年 1 季度）

银行名称	不良贷款拨备覆盖率
兴业银行	230
招商银行	219

浦发银行	218
北京银行	186
交通银行	168
中信银行	157
宁波银行	155
民生银行	151
建设银行	142
工商银行	132
深发展 A	130
中国银行	126
华夏银行	未披露
南京银行	未披露

数据来源：wind 资讯 德邦证券研究所

图 13 不良贷款比例（09 年 1 季度）

银行名称	不良贷款比例
中国银行	2.24
工商银行	1.97
建设银行	1.9
交通银行	1.62
北京银行	1.33
民生银行	1.17
中信银行	1.07
招商银行	1.01
浦发银行	0.96
宁波银行	0.91
兴业银行	0.72
深发展 A	0.61
华夏银行	未披露
南京银行	未披露

数据来源：wind 资讯 德邦证券研究所

2) 房地产市场回暖减缓贷款质量担忧

在国家的多项政策刺激下，房地产市场出现了超预期的复苏，房地产开发企业在年初面临的流动性紧张的窘境得到极大的缓解。由于此次金融危机是由美国房地产市场引起，因此对于房地产行业状况的担忧波及到了对该行业有较多贷款的银行业。而此次国内房地产行业的快速复苏也极大地缓解了对银行贷款质量的担忧。

三、 飞涨的信贷难以维持 虽无近忧但有远虑

1) 2H 仍将维持宽松的货币环境 但增量难以媲美 1H

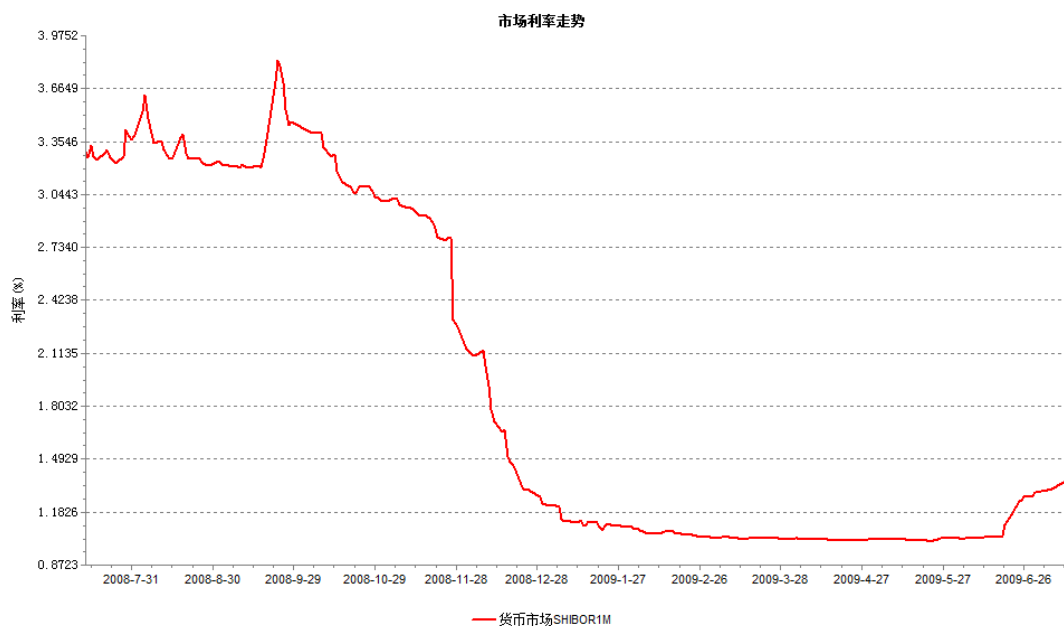
如前所诉，实体经济仍未出现确定性复苏迹象之前，政府的货币政策预计不会出现大幅逆转。但从 08 年年报各银行披露的存贷比数据来看，中小型银行该项指标已经接近银监会制定的 75% 的上限。经过 09 年上半年的猛烈放贷，中小型银行在未增资扩股，发行次级债券的前提下所剩放贷能力无几。仅三家大型银行和北京银行该项指标仍有较大空间。

图 14 存贷比（08 年年报）

银行名称	存贷比
民生银行	75
中信银行	73.29
浦发银行	72.85
兴业银行	70.82
招商银行	70.75
华夏银行	70.44
深发展 A	67.01
交通银行	65.29
宁波银行	64.49
南京银行	61.6
中国银行	61.3
建设银行	59.5
北京银行	57.98
工商银行	56.4

数据来源：wind 资讯 德邦证券研究所

图 15 市场利率走势



信贷快速增长已经引起监管部门的注意，政策微调反映在货币市场上已经比较明显，

1 个月 SHIBOR 在横盘半年后出现明显反弹。

2) 变攻为守 大型银行具有更好的安全边际和持续放贷能力

在一季度迅猛放贷后，银行已经拥有了大量的信贷资产，全年目标已经超预期完成。银行在下半年的任务是保住胜利果实，而不是在基建贷款上继续追加。大型国有银行在一季度较早的放大了贷款规模，在项目选择上有较大的空间。而中小型银行在一季度贷款比较谨慎，但二季度却加大了贷款规模，在贷款时机和项目选择上逊于大型国有银行。上半年银行业贷款总额已逾 7 万亿，但对于私有企业的贷款比例在缩减。如果经济在今年年末或明年年初有较大起色，带动民间投资的大规模复苏，那么此时的项目将具有更好的结构。对于贷款的节奏把握应该注意留有后劲，短时间的快速放贷从项目选择和持续性上会打折扣。

目前大型银行存在的问题是不良贷款拨备覆盖率不足，如按银监会要求将该比率提升至 150%，则在半年报上难以放出较好的业绩。因此第 3 季度不建议选择尚未进行充足拨备的大型银行。可关注拨备覆盖率较高，业绩弹性较大的北京银行，兴业银行，以及可能成功发行 H 股，补足资本充足率短板的民生银行。

图 16 资本充足率与核心资本充足率

银行名称	资本充足率		核心资本充足率	
	08 年报	09 年 1 季报	08 年报	09 年 1 季报
南京银行	24.12		20.68	
北京银行	19.66		16.42	

宁波银行	16.15	14.78	14.6	13.44
中信银行	14.32	13.42	12.32	11.47
交通银行	13.47	12.77	9.54	8.88
中国银行	13.43	12.34	10.81	9.88
工商银行	13.06	12.11	10.75	9.97
建设银行	12.16	12.37	10.17	9.6
华夏银行	11.4		7.46	
招商银行	11.34	10.95	6.56	6.54
兴业银行	11.24		8.94	
民生银行	9.22		6.6	
浦发银行	9.06	8.72	5.03	4.84
深发展 A	8.58	8.53	5.27	5.23

数据来源：Wind 资讯

因此，结合对于复苏进度和前景的预期，我们在 4 季度更看好在一季度较早发放贷款的，存贷比相对较低，在 3 季度或将提升拨备覆盖率，减轻历史包袱的大型国有银行。推荐风险管理能力较好，已对不良贷款进行谨慎拨备的建设银行，以及在信息技术及私人银行投入较多，进步较快的工商银行。

投资评级

一、行业评级

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

二、股票评级

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

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。