

银行业 2010 年投资策略

——业绩平稳增长下估值水平的回复

优于大势

维持评级

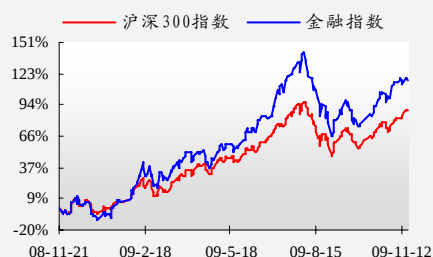
金融/银行业

2009 年 12 月 1 日

投资要点:

- 2009 年 1-10 月，在宽松货币政策的指导下，货币供应量增速明显加快，新增人民币贷款投放同比大量增加，环比呈现明显的先高后低的走势。
- 上市银行 09 年三季报显示，14 家上市银行 09 年前三季度贷款平均增速为 31.43%，净利润同比上升 2.31%，扭转了前两季度净利润同比下降的趋势，其中大部分银行通过适当释放拨备平滑业绩是净利润扭转同比下降趋势的主要原因。
- 展望 09 年全年，第四季度在净息差进一步企稳回升、前三季度新增的天量信贷持续产生利息收入、信贷成本全年明显降低以及去年第四季度大部分银行为做低业绩基数的影响下，09 年全年上市银行净利润同比上升幅度将达到 11% 左右。
- 10 年，我们进行业绩预测的关键点是：1、不考虑利率政策的变动，净息差在市场因素和银行自身调整业务精结构的努力下继续平稳回升 10 个基本点左右；2、信贷成本相对于 09 年有所上升，但是如果不出意外情况，上市银行依旧会采取适当释放拨备平滑利润的做法；3、全年生息资产规模平均扩张速度在 16%-17% 左右，10 年上市银行净利润同比上升幅度为 23.70%
- 10 年又将是上市银行融资的高峰年，融资潮可能还会进一步扩大到大银行，融资对于 ROE 的摊薄作用是 10 年制约银行估值水平提升的主要因素。
- 上市银行的 ROE 在 08 年前两季度达到高点之后快速下降，09 年时上市银行 ROE 的低点，10 年虽然有所回升但不能回到经济繁荣期的高点；我们目前预测 09、10 年的 ROE 水平分别为 17.06% 和 17.92%。
- 上市银行整体的投资环境正在逐步转好，因此我们整体维持银行股的评级为优于大势；宏观经济复苏的稳固和可能的经济增速的迅速见底回升、利率政策改革的渐行渐近是支持我们做出这种判断的主要两大支持点，建议长期资金可以在目前逐步增加银行的仓位和配置比例。10 年银行股整体可能有 20% 左右的上涨空间。

走势图



重要公司

评级

招商银行	长期推荐
兴业银行	谨慎推荐
北京银行	谨慎推荐
交通银行	长期推荐
工商银行	长期推荐
建设银行	谨慎推荐
中国银行	谨慎推荐

分析师: 唐亚韞

TEL: (8621)6337 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 1-10 月金融数据分析

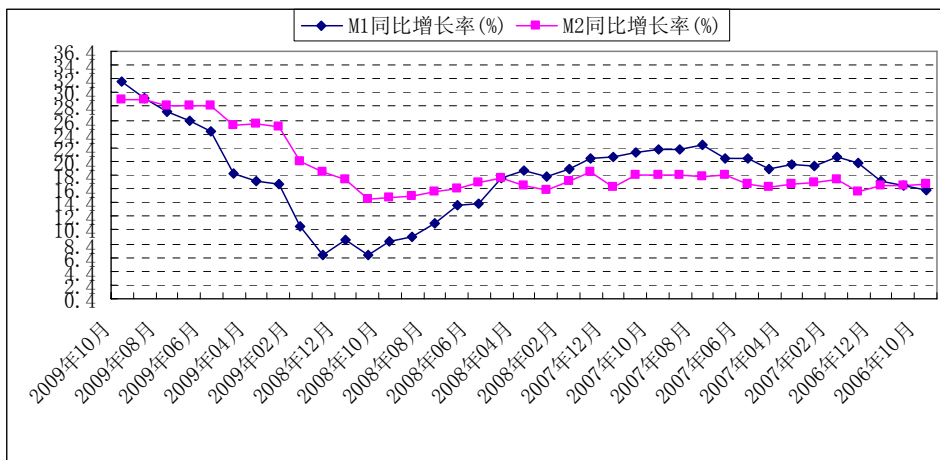
1.1 货币供应量增速明显加快

2009 年 9 月末，广义货币供应量 M2 余额为 58.5 万亿元，同比增长 29.3%，增速比上年同期高 14.1 个百分点，比第二季度末高 0.9 个百分点。狭义货币供应量 M1 余额为 20.2 万亿元，同比增长 29.5%，增速比上年同期高 20.1 个百分点，比第二季度末高 4.7 个百分点。流通中现金 M0 余额为 3.7 万亿元，同比增长 16.0%，增速比上年同期高 6.7 个百分点。第三季度，现金净投放 3147 亿元，同比多投放 1603 亿元。

前三季度，M2 和 M1 增速逐季加快。其中，M1 加快势头更为明显，9 月末增速已超过 M2，为 2008 年 5 月份以来首次，可能与上年基数较低有关，也反映出经济活跃度明显提升。总体看，货币总量持续快速扩张，货币流动性增强。

2009 年 10 月末，广义货币供应量(M2)余额为 58.62 万亿元，同比增长 29.42%，增幅比上年末高 11.60 个百分点，比上月末高 0.12 个百分点。狭义货币供应量(M1)余额为 20.75 万亿元，同比增长 32.03%，比上月末高 2.53 个百分点。流通中现金(M0)余额为 3.57 万亿元，同比增长 14.09%；1-10 月净投放现金 1511 亿元，同比多投放 314 亿元。具体见图 1：

图 1：货币供应量增长

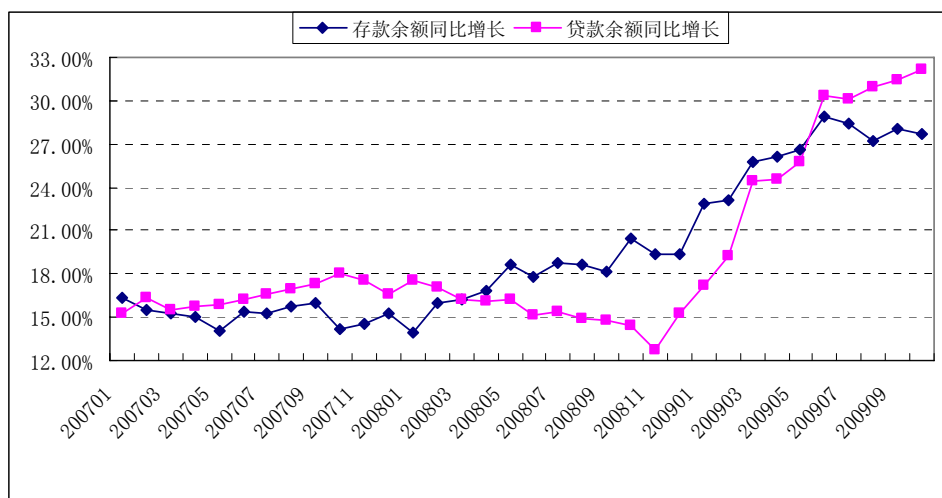


居民户存款减少 2507 亿元；非金融性公司存款增加 2106 亿元；财政存款增加 3168 亿元。非金融性公司存款中，企业存款增加 700 亿元。

09 年前三季度；从人民币存款的部门分布和期限看，居民户存款增长有所放缓，非金融性公司存款保持较快增长，企业活期存款多增较多；企业存款增加较多，前三季度新增 5.6 万亿元，同比多增 3.8 万亿元，企业资金面总体宽松，支付能力较强。其中，前三季度企业活期存款同比多增 2.5 万亿元，企业流动资金储备较为充足。

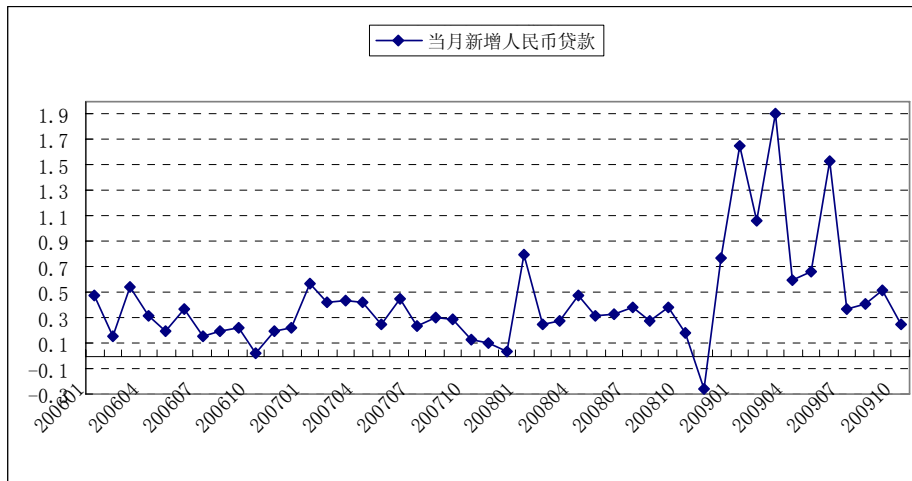
10 月本外币贷款增加 3639 亿元，其中，人民币贷款增加 2530 亿元，外汇贷款增加 163 亿美元。10 月末，金融机构本外币各项贷款余额为 41.75 万亿元，同比增长 34.52%；1-10 月本外币各项贷款增加 9.71 万亿元，同比多增 5.89 万亿元；10 月本外币各项贷款增加 3639 亿元。金融机构人民币各项贷款余额 39.29 万亿元，同比增长 34.19%，增幅比上年末高 15.46 个百分点，比上月末高 0.03 个百分点。1-10 月人民币各项贷款增加 8.92 万亿元，同比多增 5.26 万亿元。10 月人民币各项贷款增加 2530 亿元。从分部门情况看：居民户贷款增加 1576 亿元，其中，短期贷款增加 190 亿元；中长期贷款增加 1386 亿元。非金融性公司及其他部门贷款增加 954 亿元，其中，短期贷款减少 108 亿元；中长期贷款增加 2725 亿元；票据融资减少 2039 亿元。

图 2：存贷款余额增长



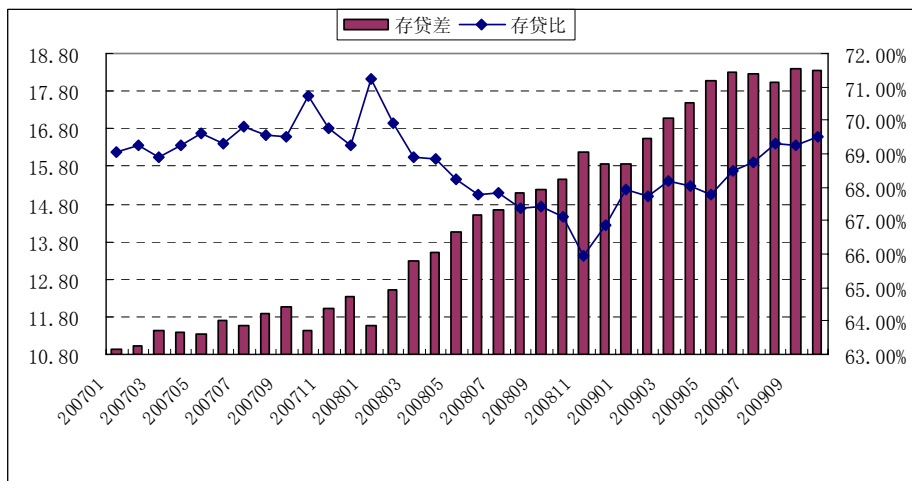
资料来源：中国人民银行，东北证券金融与产业研究所整理

图 3：当月新增人民币贷款余额变化



资料来源：中国人民银行，东北证券金融与产业研究所整理

图 4：存贷比持续提高



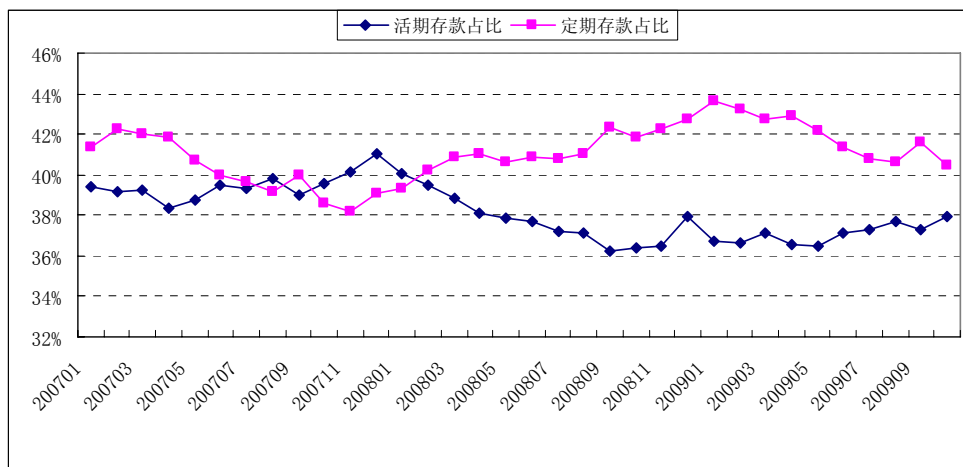
资料来源：中国人民银行，东北证券金融与产业研究所整理

1.3 存款定期化趋势在 09 年 1 月份达到高点后持续下降，票据融资在今年 1 季度由于种种原因迅速提高，在今年中期后，今年新增的票据融资逐渐到期后，票据融资占比逐渐下降，中长期贷款占比持续提高，09 年 10 月末达到 54.30% 的新高。

随着宏观经济的逐渐复苏、微观经济主体活力的逐渐恢复、资本市场行情的逐渐转好以及央行持续降息之后新增定期存款的利率水平处于较低的水平，整个银行体系的定期存款占比在 09 年 1 月份达到了 43.66% 的新高，此后逐渐下降，在 09 年 9 月末的时点数据有所反复，这可能是由于 9 月 30 日的特殊时点上，因为面临着即将到来的黄金周假期；企业可能将暂时闲置的活期存款转变为 7 天通知存款，以获取较高的利息收入，而 7 天通知存款是作为定期存款统计，因此可能会导致企业活期存款在时点上临时迅速下降。并不是存款活期化的趋势出现了逆转。

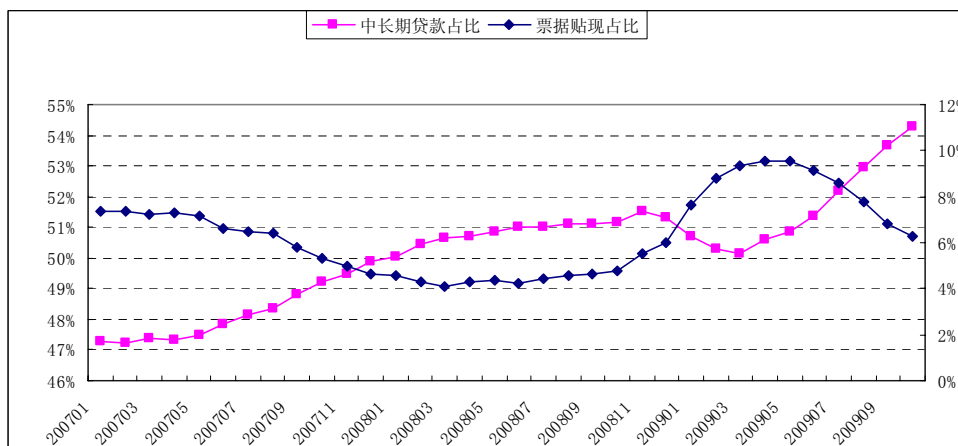
贷款结构变化较为明显，今年第一季度在央行实现宽松的货币政策刺激经济的背景下，市场流动性极为充裕；09 年前三季度新增票据融资 1.48 万亿元，而 2008 年全年票据融资仅仅增长了 6461 亿元，今年 1 月份已经基本达到了去年全年的水平；这其中有了为了回避风险银行主动选择票据融资的因素（在供应链金融中带有自偿性质的贷款都属于票据融资），也有由于票据贴现利率低于三个月定期存款利率给企业带来套利机会导致了票据融资虚增的部分。09 年一季度以后，票据融资迅猛增长的不良后果使得监管部门和银行自身都开始压缩票据融资，票据融资存量占比也迅速下降；不过与前期数据相比依旧处于较高水平，09 年 10 月末的最新数据为 6.25%，在今年人民币贷款猛增的过程中，由于配合政府 4 万亿的刺激经济的财政政策，因此中长期的项目贷款占比明显高于历史同期，导致中长期贷款占比持续提高；09 年 10 月末达到 54.30% 的历史新高。

图 5：存款期限结构的变化



资料来源：中国人民银行，东北证券金融与产业研究所整理

图 6：贷款期限结构的变化



资料来源：中国人民银行，东北证券金融与产业研究所整理

二、上市银行 09 年前三季度经营状况分析

截至 09 年 10 月 31 日，14 家上市银行均公布了 09 年三季度季报，14 家上市银行净利润同比增长为 2.31%(而 1 季报同比下降 8.88%；中报同比下降 3.16%，前三季度终于实现了正增长)；14 家上市银行中有深发展、浦发、民生、南京、北京、交通和工商银行 7 家银行依旧保持了净利润的同比正增长，其余银行净利润同比均出现了一定程度的下降，在净利润同比保持增长的 7 家银行中，除了民生银行因为处置海通证券的股权获得了大量的投资收益之外，其余 6 家银行的同比增速都在 10%以下，而同比减少幅度最大的招商银行同比净利润的下降幅度达到了 37.62%。（具体见下表）：

表 1：上市银行 09 年前三季度净利润增速 单位：亿元

证券代码	证券简称	2007 三季	2008 三季	同比增长	2009 三季	同比增长
000001.SZ	深发展 A	18.7362	33.1699	77.04%	36.3742	9.66%
002142.SZ	宁波银行	6.38	11.2673	76.60%	11.0331	-2.08%
600000.SH	浦发银行	39.231	98.4397	150.92%	102.9073	4.54%
600015.SH	华夏银行	16.3218	31.0635	90.32%	26.4252	-14.93%
600016.SH	民生银行	43.124	86.736	101.13%	102.13	17.75%
600036.SH	招商银行	99.7	189.99	90.56%	130.78	-31.16%
601009.SH	南京银行	6.4702	12.1312	87.49%	12.2438	0.93%
601166.SH	兴业银行	60.2389	94.265	56.49%	95.7189	1.54%
601169.SH	北京银行	24.3567	43.8892	80.19%	43.9183	0.07%
601328.SH	交通银行	148.67	228.79	53.89%	230.76	0.86%
601398.SH	工商银行	638.82	930.77	45.70%	1004.33	7.90%
601939.SH	建设银行	571.01	842.67	47.58%	861.62	2.25%
601988.SH	中国银行	499.83	617.9	23.62%	650.79	5.32%
601998.SH	中信银行	52.47	124.51	137.30%	113.95	-8.48%
		2225.36	3345.59	50.34%	3422.981	2.31%

资料来源：WIND 资讯

如果我们将季度数据分解来看；由于 08 年第四季度各个上市银行都通过增加信贷成本做低了第四季度的业绩，因此 09 年第一季度上市银行净利润环比上升趋势明显，平均上升幅度超过 166%，从 09 年第二季度的情况看，上市银行净利润环比增长的格局出现了分化，宁波、招商、南京、北京、交通、和工商银行这 6 家银行在第二季度没有继续延续环比增长的格局，第二季度净利润环比也出现了下降。从 09 年第三季度的情况看，上市银行净利润环比增长的格局也出现了分化，民生、浦发、交通和中国银行这四家银行在第三季度没有继续延续环比增长的态势，尤其是民生银行第三季度环比出现了明显的下降；当然主要原因是因为第二季度民生银行的净利润中包括了出售海通证券股权的投资收益；整体看，09 年第三季度因为基数的逐渐提高，环比增长幅度在逐步下降。

表 2: 上市银行 09 年分季度利润环比情况 单位: 亿元

证券简称	2008 第 四季度	2009 第 一季度	环比增长	2009 第二 季度	环比增长	2009 第 三季度	环比增长
宁波银行	2.0501	3.5388	72.62%	3.5222	-0.47%	3.9721	12.77%
南京银行	2.4297	4.1278	69.89%	3.8797	-6.01%	4.2363	9.19%
华夏银行	-0.3551	7.0213	n. a	9.6346	37.22%	9.7692	1.40%
深发展 A	-27.0296	11.2208	n. a	11.8931	5.99%	13.2603	11.50%
北京银行	10.2766	15.0212	46.17%	14.2041	-5.44%	14.6931	3.44%
兴业银行	19.5853	29.4116	50.17%	32.8204	11.59%	33.4869	2.03%
民生银行	-7.806	24.95	n. a	48.84	95.75%	28.34	-41.97%
浦发银行	26.7187	29.6047	10.80%	38.2091	29.06%	35.0936	-8.15%
中信银行	8.69	32.29	271.58%	38.18	18.24%	43.48	13.88%
招商银行	19.47	42.08	116.13%	40.54	-3.66%	48.16	18.80%
交通银行	56.41	79.68	41.25%	76.67	-3.78%	74.41	-2.95%
中国银行	32.83	192.86	487.45%	239.48	24.17%	218.45	-8.78%
建设银行	83.75	262.76	213.74%	295.65	12.52%	303.21	2.56%
工商银行	180.74	352.89	95.25%	313.24	-11.24%	338.2	7.97%
合计	407.7597	1087.46	166.69%	1166.76	7.29%	1168.76	0.17%

资料来源: WIND 资讯

总结上市银行 09 年前三季度净利润同比增长的驱动因素,可以归结为以下三大因素,净息差的同比迅速下滑、费用收入比的上升、中间业务收入增速的下滑,而生息资产规模的扩大、信贷成本的降低是所有银行共有的推动银行利润上升的主要因素,除此以外,在有效税率方面银行之间出现了分化。总结上市银行 09 年第三季度上市银行能够从净利润同比下降转为同比上升的原因,除了生息资产规模的扩大和信贷成本的降低以外,大部分银行净息差的环比见底回升也是重要的贡献力量。下面我们对这些因素一一加以分析:

2.1: 贷款规模的迅速扩大

09 年前三季度在银行经营中,“以量补价”策略是所有银行都积极贯彻的,从扣除非不良贷款的贷款净额看,在今年前三季度整体银行业新增加了 8.67 万亿人民币贷款的背景下,14 家上市银行新增贷款净额达到 5.29 万亿元(当然其中包括了外币贷款,但是扣除了不良贷款),相对于去年年底的平均贷款增速达到了 31.43%,其中增长最快的宁波银行增速达到 62.15%,南京银行的增速也达到 59.95%,由于贷款基数大而导致增长最慢的工行和建行也超过了 20%。而中国银行更是达到了 43.98% 的贷款增速,增速超过了很多中小银行。

如果从分季度的数据来看,第三季度单季,大部分上市银行的贷款增量明显缩小,当然这与行业的情况类似,其中有很大部分原因是因为上半年新增的票据贴现现在第三季度集中到期释放了新的贷款额度;此外,民生银行和浦发银行第三季度单季的新增贷款净额为负数,这主要是与其上半年在资本充足率不达标的前提下发放过多贷款受到银监会的加强监管所致。

表 3：09 年前三季度上市银行新增贷款

证券简称	发放贷款及 垫款净额 2008 年度	发放贷款及 垫款 2009 三 季	09 年前三季 度新增贷款	09 年第一 季度新增 贷款	09 年第二 季度新增 贷款	09 年第三 季度新增 贷款	09 年前三 季度贷款 增速
深发展 A	2817.15	3568.99	751.84	351.60	221.82	178.42	26.69%
民生银行	6464.75	8800.08	2335.33	821.54	1620.49	-106.70	36.12%
华夏银行	3456.68	4202.89	746.21	514.15	186.87	45.19	21.59%
宁波银行	484.66	785.90	301.23	44.65	104.45	152.14	62.15%
南京银行	390.57	624.72	234.15	111.75	84.53	37.86	59.95%
中信银行	6513.52	9759.70	3246.18	1707.33	1519.70	19.15	49.84%
北京银行	1876.90	2629.44	752.53	254.50	309.97	188.09	40.09%
招商银行	8527.54	11459.11	2931.57	1210.43	1544.14	177	34.38%
兴业银行	4899.86	6841.78	752.53	854.28	561.83	525.82	39.63%
浦发银行	6812.67	8856.87	2044.20	1729.95	661.71	-347.45	30.01%
中国银行	31896.52	45923.24	14026.69	5099.63	5061.82	3865.24	43.98%
交通银行	12987.76	17723.64	4735.88	2764.35	1219.94	751.59	36.46%
建设银行	36835.75	45632.08	8796.33	5206.91	2048.86	1540.56	23.88%
工商银行	44360.11	54416.98	10056.87	6368.96	2272.09	1415.82	22.67%
合计	168324.44	221225.38	52900.94	27040.03	17418.23	8442.68	31.43%

资料来源：WIND 资讯

2.2：净息差同比迅速下降：但是第三季度环比明显回升

09 年上半年，在央行持续降息之后上市银行普遍面临了资产和负债重定价的过程；而去年上半年则是上市银行在央行持续加息之后出现的净息差的高点，因此今年所有上市银行都面临了净息差迅速下滑的过程，同比下滑幅度在 100 个基点以上的有招商银行、浦发银行和交通银行，下滑幅度最小宁波银行和南京银行下滑息差下滑幅度也在 60 个基点左右，净息差的迅速下降是导致 09 年中期银行利润同比下降的主要原因。

而从第三季度的情况看，上市银行的情况出现了分化；整体上从同比数据看，所有上市银行的三季度末净息差以旧继续下滑，其中，招商和兴业同比依旧下滑了 100 个基点以上，但是如果从单季度环比的数据看，第三季度大部分银行都实现了净息差的环比回升；只有建设银行和南京银行环比继续下降；其中环比上升幅度比较明显的民生、兴业和中信银行都超过了 20 个基本点。

上市银行第三季度净息差环比回升的主要原因可以基本归结为：票据融资占比的下降（票据融资被一般贷款所取代）、存款的适度活期化所导致的负债成本的下降、贷款结构的变化（企业贷款比重和中长期贷款比重继续上升，银行贷款议价能力有一定回升）所导致的贷款收益率的一定上升；货币市场收益率回升导致其他银行资产收益率的上升等几个方面；从第三季度的情况看，负债成本的下降是银行净息差环比回升的主要原因，如果展望第四季度和明年上半年，在利率政策不发生变化的前提下，上市银行的净息差依旧会保持同比下降，环比稳中略升的局面，但是整体上第四季度净息差环比上升的幅度可能会比第三季度有所收窄；当然不同银行之间可能会有一定的差异。具体参见表 4：

表 4：09 年前三季度上市银行净息差变化情况

	08 年前三季度净息差	08 年全年净息差	09 年上半年净息差	09 年前三季度净息差	09 年前三季度净息差同比下降幅度	09 年一季度净息差环比下降幅度	09 年二季度净息差环比下降幅度	09 年前三季度净息差环比变动幅度
招商银行	3.47%	3.28%	2.24%	2.21%	1.26%	0.95%	0.23%	0.15%
浦发银行	3.13%	2.86%	2.35%	2.40%	0.73%	0.60%	0.10%	0.17%
民生银行	3.11%	3.12%	2.43%	2.54%	0.57%	0.62%	-0.03%	0.28%
兴业银行	3.01%	2.72%	1.90%	1.94%	1.07%	0.68%	0.09%	0.20%
交通银行	2.97%	2.78%	2.21%	2.22%	0.75%	0.76%	0.05%	0.09%
中信银行	3.54%	3.31%	2.47%	2.61%	0.93%	0.81%	0.05%	0.25%
华夏银行	2.72%	2.49%	1.88%	1.94%	0.78%	0.76%	-0.07%	0.17%
深发展 A	3.21%	3.21%	2.50%	2.47%	0.74%	0.32%	0.20%	0.03%
工商银行	2.94%	2.88%	2.25%	2.25%	0.69%	0.60%	0.10%	0.06%
中国银行	2.70%	2.62%	2.04%	2.03%	0.67%	0.49%	0.10%	0.10%
建设银行	3.26%	3.22%	2.46%	2.41%	0.85%	0.66%	0.12%	-0.02%
宁波银行	3.43%	3.44%	2.91%	2.82%	0.61%	0.49%	0.02%	0.08%
南京银行	2.91%	3.15%	2.63%	2.57%	0.34%	0.24%	0.17%	-0.12%
北京银行	2.92%	2.91%	2.32%	2.33%	0.59%	0.40%	0.18%	0.10%

资料来源：各银行定期报告，东北证券金融与产业研究所整理

净息差同比的迅速下降使上市银行在贷款规模迅速扩大的情况下，依旧没有成功实现以量补价的策略，大部分上市银行 09 年前三季度实现的净利息收入与去年同期相比都出现了不同程度的下降，与中期的情况相同；只有深发展、宁波银行和南京银行由于整体净息差同比下降幅度有限实现了以量补价；如果从季度数据看，与净息差的趋势一样，除了招商银行和深发展以外，在第二季度大部分银行出现了净利息收入环比的企稳回升。招商银行是因为净息差下降的幅度过大，而深发展则是因为净息差的下降基本在第二个季度体现，与其它上市银行略有不同。而在第三季度，由于大部分银行单季度净息差都出现了环比上升，再加上 09 年前三季度发放的大量贷款在第三季度持续产生利息收入，所有上市银行第三季度的净利息收入都出现了环比上升。而且环比上升幅度相比第二季度明显回升。平均达到了 8.52%。

表 5：上市银行净利息收入同比变动

证券代码	证券简称	利息净收入 2008 三季亿元	利息净收入 2009 三季亿元	同比变动
601009.SH	南京银行	18.96	22.32	17.71%
002142.SZ	宁波银行	21.56	24.85	15.26%
601169.SH	北京银行	82.19	79.51	-3.26%
000001.SZ	深发展 A	94.79	95.60	0.86%

600015.SH	华夏银行	104.89	91.59	-12.68%
601166.SH	兴业银行	198.09	192.86	-2.64%
600016.SH	民生银行	228.06	226.90	-0.51%
601998.SH	中信银行	276.33	242.02	-12.42%
600000.SH	浦发银行	234.89	239.85	2.11%
600036.SH	招商银行	358.00	290.07	-18.97%
601328.SH	交通银行	501.12	470.68	-6.07%
601988.SH	中国银行	1222.50	1156.10	-5.43%
601939.SH	建设银行	1681.70	1555.80	-7.49%
601398.SH	工商银行	1965.67	1782.49	-9.32%
	合计	6988.75	6470.65	-7.41%

表 6：上市银行净利息收入环比变动

证券代码	证券简称	2008 第 四季度	2009 第一 季度	环比变 动	2009 第二 季度	环比变 动	2009 年第 三季度	环比变 动
000001.SZ	深发展 A	31.1909	32.9926	5.78%	30.6428	-7.12%	31.9655	4.32%
002142.SZ	宁波银行	7.3467	7.5141	2.28%	8.215	9.33%	9.1218	11.04%
600000.SH	浦发银行	80.455	72.2315	-10.22%	79.1358	9.56%	88.4798	11.81%
600015.SH	华夏银行	30.028	25.7938	-14.10%	30.2086	17.12%	35.5921	17.82%
600016.SH	民生银行	75.7423	68.26	-9.88%	71.24	4.37%	87.4	22.68%
600036.SH	招商银行	110.85	94.81	-14.47%	91.42	-3.58%	103.84	13.59%
601009.SH	南京银行	6.9971	6.5554	-6.31%	7.5428	15.06%	8.224	9.03%
601166.SH	兴业银行	63.8323	59.4038	-6.94%	61.4016	3.36%	72.0581	17.36%
601169.SH	北京银行	28.6915	25.3442	-11.67%	25.8331	1.93%	28.335	9.68%
601328.SH	交通银行	155.24	145.16	-6.49%	151.64	4.46%	173.88	14.67%
601398.SH	工商银行	664.7	577.48	-13.12%	582.9	0.94%	622.11	6.73%
601939.SH	建设银行	567.5	508.7	-10.36%	515.98	1.43%	531.12	2.93%
601988.SH	中国银行	406.86	368.38	-9.46%	378.84	2.84%	408.88	7.93%
601998.SH	中信银行	84.58	72.32	-14.50%	77.82	7.61%	91.88	18.07%
合计		2314.01	2064.95	-10.76%	2112.82	2.32%	2292.89	8.52%

资料来源：WIND 资讯，东北证券金融与产业研究所整理

2.3 中间业务收入同比增速放缓

上市银行在 08 年中期达到了手续费收入增速的高峰，平均增速达到了 73.59%。此后逐渐下滑，09 年前三季度由于 08 年前三季度较高的基数，市场环境的不利变化等原因手续费收入的同比增速平均只有 14.89%，其中民生银行还出现了手续费收入的同比下降。不过整体同比增速比 08 年中期有所上升，但是这种上升仅仅是因为 08 年前三季度的基数相对于 08 年中期下降所造成的。实际上，如果从季度环比数据看，大部分上市银行在 09 年第三季度出现了手续费净收入的环比下降。

不过从季度数据看，上市银行手续费净收入开展最困难的时期应该是去年第四季度，相比去年第三季度的平均环比为负增长，09 年第一、第二季度已经开始好转，从第二季度看，虽然整体平均环比增速小于第一季度，但是除了建设银行之外，其余 13 家上市银行在第二季度全部实现了手续费净收入的环比正增长。

不过到了 09 年第三季度，情况有发生了戏剧性的变化，整体上市银行的单季度手续费净收入又发生了下降，除了建设银行和深发展之外，其余 12 家上市银行在第三季度均发生了手续费净收入的环比下降。

表 7：上市银行手续费收入增长速度

证券代码	证券简称	08 年中期同比增长幅度	08 年前三季度同比增长幅度	08 年度同比增长幅度	09 年中期同比增长幅度	09 年前三季度同比增长幅度
000001.SZ	深发展 A	81.62%	106.59%	63.51%	25.63%	17.53%
002142.SZ	宁波银行	160.42%	178.54%	119.11%	21.57%	1.74%
600000.SH	浦发银行	99.05%	84.36%	58.89%	18.47%	16.29%
600015.SH	华夏银行	71.54%	70.95%	82.34%	48.35%	45.15%
600016.SH	民生银行	211.78%	137.21%	86.55%	-25.20%	-17.05%
600036.SH	招商银行	53.68%	33.56%	20.27%	-1.27%	5.46%
601009.SH	南京银行	155.69%	274.51%	235.38%	129.10%	68.10%
601166.SH	兴业银行	180.65%	118.39%	72.86%	-6.32%	2.33%
601169.SH	北京银行	92.27%	73.00%	65.03%	29.64%	31.11%
601328.SH	交通银行	50.19%	32.70%	22.94%	17.69%	25.23%
601398.SH	工商银行	64.65%	42.41%	27.97%	13.33%	18.73%
601939.SH	建设银行	59.30%	28.99%	22.78%	16.13%	20.94%
601988.SH	中国银行	90.11%	68.27%	45.33%	2.64%	8.39%
601998.SH	中信银行	128.26%	106.36%	46.39%	20.06%	19.36%
合计		73.59%	48.46%	33.11%	9.50%	14.89%

表 8：上市银行手续费净收入环比变动

证券代码	证券简称	08 年第四季度环比变动	09 年第一季度环比变动	09 年第二季度环比变动	09 年第三季度环比变动
002142.SZ	宁波银行	-56.44%	53.84%	22.79%	-5.99%
601009.SH	南京银行	-2.46%	-11.99%	55.28%	-17.56%
601169.SH	北京银行	-8.39%	20.70%	33.39%	-9.12%
600016.SH	民生银行	-85.21%	411.14%	51.15%	-9.33%
000001.SZ	深发展 A	-34.52%	5.10%	44.15%	7.55%
600015.SH	华夏银行	18.19%	14.99%	24.95%	-18.40%
600000.SH	浦发银行	-1.13%	6.81%	24.11%	-14.61%
601166.SH	兴业银行	20.19%	-26.67%	59.84%	-12.35%
601998.SH	中信银行	9.57%	-15.17%	24.66%	1.96%
600036.SH	招商银行	6.92%	-7.90%	32.70%	-7.33%

601328.SH	交通银行	-6.39%	19.33%	26.84%	-0.16%
601988.SH	中国银行	-14.46%	38.95%	3.81%	-1.15%
601939.SH	建设银行	-5.64%	33.45%	-2.21%	6.57%
601398.SH	工商银行	-6.77%	43.84%	4.78%	-6.19%
合计		-9.80%	33.31%	7.58%	-1.69%

资料来源：WIND 资讯，东北证券金融与产业研究所整理

2.4 成本收入比出现波动，整体出现上升趋势

与 08 年前三季度的情况相反，09 年前三季度，由于营业收入的增速严重放缓，甚至大部分银行营业收入出现了同比下降，而成本费用方面则具有一定的刚性，所以虽然大部分上市银行再 09 年前三季度都将控制成本作为最主要的工作，可是整体的成本收入比依旧呈现上升，09 年前三季度上市银行平均的成本收入比同比上升了 2.31 个百分点，相比 09 年中期的情况，同比上升的幅度继续扩大；其中浦发和中信成本收入比同比出现了下降，其它银行同比则均有一定幅度的上升。

表 9：上市银行成本收入比变动

证券简称	08 年中 期成本收 入比	08 年 前三季 度成本 收入比	08 年年 度成本收 入比	09 中度 成本收入 比	09 年前 三季度成 本收入比	09 年中 期同比变 动	09 年前 三季度同 比变化
南京银行	24.52%	24.26%	25.36%	26.46%	28.01%	1.94%	3.75%
北京银行	21.33%	21.19%	23.40%	19.79%	22.79%	-1.54%	1.59%
宁波银行	37.25%	35.79%	40.23%	41.81%	40.35%	4.56%	4.56%
华夏银行	37.24%	38.35%	41.41%	44.41%	43.57%	7.17%	5.23%
深发展 A	35.03%	34.82%	35.99%	39.29%	39.99%	4.26%	5.16%
浦发银行	34.45%	35.18%	36.69%	25.56%	32.33%	-8.89%	-2.85%
兴业银行	31.96%	33.98%	34.83%	34.29%	34.64%	2.33%	0.66%
中信银行	31.50%	32%	32.98%	30.75%	31.12%	-0.75%	-0.88%
民生银行	36.53%	37.07%	42.55%	33.47%	38.36%	-3.06%	1.29%
招商银行	30.22%	31.50%	36.78%	42.24%	43.02%	12.02%	11.52%
交通银行	28.55%	28.94%	31.34%	27.18%	29.32%	-1.37%	0.37%
建设银行	28.08%	28.46%	30.71%	28.93%	29.33%	0.85%	0.87%
中国银行	27.74%	29.49%	31.52%	31.42%	31.97%	3.68%	2.47%
工商银行	28.24%	32%	29.54%	29.69%	30.92%	1.45%	3.25%
平均	29.04%	29.56%	31.80%	30.70%	31.87%	1.66%	2.31%

资料来源：各银行定期报告，东北证券金融与产业研究所整理

2.5 有效税率出现波动

在 08 年经过税率改革之后，上市银行的有效税率都有了很大的下降，09 年前三季度在 08 年前三季度已经非常低的税率基数的基础上有所波动，上市银行之间出现分化，其中包括北京银行在内的 8 家银行出现有效税率的下降，另外 6 家银行出现了有效税率的上

升，从上市银行整体的平均水平看，有效税率同比依旧呈现下降格局。

表 10: 上市银行有效税率变动

证券简称	08 年中期有效税率	08 年前三季度有效税率	08 年年度有效税率	09 年中期有效税率	09 年前三季度有效税率	09 年中期有效税率变动	09 年前三季度有效税率变动
南京银行	13.85%	15.00%	16.35%	15.73%	15.50%	1.88%	0.50%
北京银行	21.39%	22.22%	22.01%	21.65%	21.53%	0.26%	-0.69%
宁波银行	8.91%	10.48%	12.55%	12.24%	9.71%	3.33%	-0.77%
华夏银行	27.44%	19.03%	23.35%	22.46%	23.13%	-4.98%	4.11%
深发展 A	24.13%	23.12%	22.53%	21.10%	19.89%	-3.03%	-3.23%
浦发银行	24.07%	23.96%	18.22%	24.52%	24.29%	0.45%	0.33%
兴业银行	18.62%	19.36%	18.89%	21.89%	21.89%	3.27%	2.53%
中信银行	24.79%	25.03%	24.94%	24.70%	24.51%	-0.09%	-0.53%
民生银行	25.88%	26.81%	24.74%	23.02%	24.20%	-2.86%	-2.61%
招商银行	22.64%	22.95%	21.72%	18.82%	20.53%	-3.82%	-2.42%
交通银行	23.30%	22.72%	20.38%	21.44%	21.14%	-1.86%	-1.58%
建设银行	22.42%	22.48%	22.63%	22.94%	22.80%	0.52%	0.31%
中国银行	22.16%	23.06%	24.55%	22.87%	23.22%	0.71%	0.16%
工商银行	23.14%	22.81%	23.50%	22.25%	22.07%	-0.89%	-0.74%
平均	22.76%	22.81%	22.84%	22.47%	22.49%	-0.29%	-0.32%

资料来源：各银行定期报告，东北证券金融与产业研究所整理

2.6 信贷成本变动

信贷成本和净息差一样，是在目前情况下大家对于银行股非常关注的变量，特别是在今年上半年银行新增了天量信贷的情况下，一方面上市银行群体因为历来实行比较谨慎的拨备政策，拨备覆盖率都比较高，所以市场希望银行能够在收入增加面临压力的情况下适当释放拨备来平滑利润波动，但是另一方面天量信贷的增加和尚且不稳固的宏观经济回升基础可能又使银行不能过快过多的释放拨备。

具体从资产质量的变动情况看；在分母上的贷款余额迅速增长的情况下，14 家上市银行的不良贷款率都有不同程度的下降，如果从不良贷款的余额看，在年初和期末都考虑核销的基础上，有招行、深发展、兴业、交通、南京和宁波的不良贷款余额比年初的水平出现了上升，没有实现双降，其余 8 家上市银行实现了双降；但是由于上市银行没有在季报中具体公布核销的情况，实际上我们预测，如果考虑核销的话，应该和中期的情况一样，会有更多上市银行的不良贷款余额出现上升。

从不良贷款拨备覆盖率的角度上看，由于其反映的是余额的概念，所以不能反映出上市银行本期信贷成本是增加还是减少；只能在一定程度上反映出银行抵抗风险的能力，目前整体来看，上市银行抗风险的能力良好，除了工行和中行还没有达到银监会要求的 150% 以上的要求外（交通银行从数据上看似乎低于 150%，但是原因是因为统计口径不同，实际上交通银行已经满足了银监会的要求）；其余银行都满足了监管要求，工行和中行会

在年底之前达到标准；从拨备覆盖率的变化上看，除了华夏银行没有公布三季度末的储备情况之外，但是我们预期也是大幅度上升的，所有上市银行的拨备覆盖率与年初水平相比都出现了不同程度的上升。

当然，我们最关心的是银行信贷成本的变化，因为他直接反映在上市银行利润的变动上；当然由于信贷成本的计算也受制于贷款规模的摊薄因素，而且很多银行在收入和营业利润下降的基础上，都选择通过释放拨备来平滑利润波动，所以在整体情况下，大部分上市银行 09 年前三季度的信贷成本同比都出现了下降；只有宁波和招商银行同比略有上升。

表 11: 上市银行不良贷款率变动

	08 年中 期	08 年前 三季度	08 年全 年	09 年第 一季度	09 年半 年	09 年前 三季度	09 年半 年报变动	09 年前 三季度变 动
招商银行	1.25%	1.20%	1.11%	1.01%	0.86%	0.83%	-0.25%	-0.37%
浦发银行	1.22%	1.19%	1.21%	0.96%	0.90%	0.93%	-0.31%	-0.26%
民生银行	1.21%	1.22%	1.20%	1.17%	0.86%	0.82%	-0.34%	-0.40%
华夏银行	2.06%	n. a.	1.82%		1.55%	1.50%	-0.27%	n. a.
深发展	4.64%	4.28%	0.68%	0.61%	0.72%	0.65%	0.04%	-3.63%
兴业银行	1.04%	1.06%	0.83%	0.72%	0.67%	0.61%	-0.16%	-0.45%
中信银行	1.45%	1.37%	1.36%	1.07%	0.99%	0.96%	-0.37%	-0.41%
工商银行	2.41%	2.37%	2.29%	1.97%	1.81%	1.68%	-0.48%	-0.69%
建设银行	2.21%	2.17%	2.21%	1.91%	1.71%	1.57%	-0.50%	-0.60%
中国银行	2.58%	2.58%	2.76%	2.29%	1.80%	1.60%	-0.96%	-0.98%
交通银行	1.83%	1.75%	1.92%	1.62%	1.51%	1.44%	-0.41%	-0.31%
南京银行	1.39%	n. a.	1.64%		1.37%	1.26%	-0.27%	n. a.
北京银行	1.74%	n. a.	1.55%	1.33%	1.14%	1.01%	-0.41%	n. a.
宁波银行	0.39%	0.64%	0.92%	0.91%	0.85%	0.76%	-0.07%	0.12%

表 12: 上市银行不良贷款余额变动

	09 年中期	变化	09 年前三季度	变化
招商银行	99.24	2.67	97.33	0.56
浦发银行	84.65	-0.02	84.03	-0.64
民生银行	78.01	-1.2	72.84	-5.17
华夏银行	66.13	1.26	64.71	-4.61
深发展	24.72	5.44	23.5	4.22
兴业银行	43.13	1.64	42.4	0.91
中信银行	97.92	7.46	95	-3
工商银行	986.65	-58.35	935.33	-109.49
建设银行	772.08	-66.74	736.82	-102
中国银行	774.87	-133.93	753.09	-123.81
交通银行	260.26	5.06	260.12	4.92

南京银行	8.18	1.59	8.03	1.44
北京银行	28.37	-1.5	27.11	-2.76
宁波银行	5.4	0.88	6.05	1.53

表 13: 上市银行贷款拨备覆盖率变化

	08 年全年	09 年第一 季度	09 年中 期	09 年前 三季度	09 年中 期变化	09 年前三季 度变化
招商银行	225.70%	219.31%	241.39%	245.01%	15.69%	21.81%
浦发银行	192.49%	218.32%	216.03%	212.84%	23.54%	20.35%
兴业银行	226.58%	229.82%	218.78%	228.44%	-7.80%	1.86%
华夏银行	151.32%		153.36%		2.04%	
中国银行	117.18%	123.43%	138.96%	144.66%	21.78%	22.94%
建设银行	131.58%	141.75%	150.51%	161%	18.93%	30%
工商银行	130.15%	132.02%	138.20%	148.37%	8.05%	18.22%
中信银行	150.03%	157.16%	150.05%	159.59%	0.02%	9.56%
民生银行	150.03%	151.40%	169.93%	185.81%	19.90%	35.78%
交通银行	116.84%	119.87%	123%	131.06%	6.17%	14.23%
深发展	105%	130.43%	133%	153.18%	28.00%	48.18%
南京银行	170.05%		164.68%	172.52%	-5.37%	2.47%
北京银行	180.23%	186.27%	200.41%	212.45%	20.18%	32.22%
宁波银行	152.50%	154.92%	160.41%	167.99%	7.91%	15.49%

表 14: 上市银行信贷成本变化

证券简称	08 年中 期信贷成 本	08 年前 三季度信 贷成本	08 全年 信贷成本	09 年中 期信贷成 本	09 年中 期信贷成 本 同比变化	09 年前 三季度信 贷成本	09 年前三 季度信贷 成本变化
深发展 A	0.87%	0.99%	2.91%	0.65%	-0.22%	0.57%	-0.42%
宁波银行	0.49%	0.27%	0.60%	0.58%	0.09%	0.64%	0.37%
浦发银行	0.39%	0.37%	0.60%	0.51%	0.12%	0.32%	-0.05%
华夏银行	1.31%	1.32%	1.48%	0.80%	-0.51%	0.87%	-0.45%
民生银行	0.55%	0.68%	1.07%	0.69%	0.14%	0.52%	-0.16%
招商银行	0.44%	0.30%	0.48%	0.53%	0.09%	0.32%	0.02%
南京银行	0.69%	0.66%	1.13%	0.90%	0.21%	0.62%	-0.04%
兴业银行	0.53%	0.45%	0.68%	0.03%	-0.50%	0.06%	-0.39%
北京银行	0.53%	0.33%	0.98%	0.27%	-0.26%	0.10%	-0.23%
交通银行	0.68%	0.66%	0.88%	0.59%	-0.09%	0.60%	-0.06%
工商银行	0.65%	0.68%	0.84%	0.37%	-0.28%	0.36%	-0.32%
建设银行	0.59%	0.59%	1.03%	0.49%	-0.10%	0.44%	-0.15%
中国银行	0.57%	0.57%	0.63%	0.37%	-0.20%	0.37%	-0.20%
中信银行	0.47%	0.35%	0.87%	0.28%	-0.19%	0.27%	-0.08%
	0.56%	0.60%	0.87%	0.44%	-0.12%	0.40%	-0.20%

资料来源: 各银行定期报告, 东北证券金融与产业研究所整理

2.7 银行资本充足率水平

在上市银行经过前三季度的天量信贷扩张之后，上市银行的资本充足率出现了明显的下降，未来的继续扩张面临着一定的资本瓶颈，而银监会又恰在此时发布了《关于银行补充资本机制的通知》，有关这个问题的具体点评请参照我们前期的系列报告，这使得市场对上市银行的资本充足率开始空前关注；从 09 年前三季度末上市银行的资本充足率和他们已经公布或者近期已经实施的融资方案看；受到不利影响最大的是华夏、民生、深发展、浦发和招商；其中尤其是浦发，在考虑到最近一次的补充资本的计划后，法定资本充足率只有 10.16%；而且核心资本充足率只有 6.76%，不能够通过发行次级债来补充债务资本，其他银行基本不受影响或者通过融资方案的实施将基本解决资本瓶颈的问题。具体参见表 15 和表 16。

表 15：上市银行已经公布或者近期已经实施的融资方案

	已经公布的补充资本计划
浦发银行	定向增发募集资金 150 亿元已经完成，正在考虑 H 股发行等进一步补充核心资本的方式
华夏银行	发行 100 亿元次级债补充附属资本
民生银行	增发 H 股，预计募集资金在 300 亿元以上
招商银行	发行资本性债券，2011 年前债券性融资不超过 300 亿元，拟 10 配 2.5 股募集 180-220 亿核心资本
兴业银行	发行 100 亿元次级债，拟 10 配 2.5 股募集不超过 150 亿元的核心资本
深发展 A	向平安人寿定向增发补充 67 亿元到 107 亿元
中信银行	
北京银行	
南京银行	
宁波银行	拟定向增发不超过 4.5 亿股募集不超过 50 亿元
工商银行	7 月份发行了 700 亿元次级债
建设银行	8 月份发行了 200 亿元次级债
交通银行	已获得发行 250 亿元次级债的规模，在 2011 年之前发行不超过 800 亿元
中国银行	已发行 400 亿元次级债

表 16：上市银行 09 年前三季度的资本充足率

	资本充足率	核心资本充足率
华夏银行（中期）	10.36%	6.84%
民生银行（中期）	8.48%	5.90%
交通银行	12.52%	8.08%
工商银行	12.60%	9.86%

宁波银行	11.25%	10.02%
深发展	8.84%	6.48%
建设银行	12.11%	9.57%
南京银行	13.21%	11.63%
兴业银行	10.63%	7.50%
浦发银行	10.16%	6.76%
北京银行（中期）	16.12%	13.48%
中信银行	11.24%	9.84%
中国银行	11.63%	9.37%
招商银行	10.54%	6.61%

资料来源：各上市银行定期报告，东北证券金融与产业研究所整理

三、2010 年银行业投资策略

3.1 2010 年上市银行利润增长情况预测

（一）利润预测前提

（1）、10 年上半年适度宽松货币政策持续的可能性较大，准备金政策的变动可能随时出现，但是利率政策的变动可能要到二季度之后，因此在我们的盈利预测中暂不考虑利率政策的变动，10 年新增人民币贷款增量在 7-7.5 万亿元左右，预计 09 年末贷款余额为 42.5 万亿元，10 年贷款同比增速下降到 19%左右，09 年全年贷款的平均增速为 31.25%（全年新增本外币贷款在 10.5 万亿左右）。与之对应的，我们预测上市银行的平均贷款增速在 18% - 20%左右。但是考虑到准备金的可能提高，上市银行流动性将逐渐趋紧，为了保证贷款的增长，不排除银行可能会减少在其他生息资产上的配置，因此我们预测整体生息资产的增速将小于平均贷款增速，我们的模型中假设整体生息资产的增速为 16%。

（2）、我们的盈利预测中不考虑利率政策的变动，因此对于净息差而言，上市银行在 09 年中期平均出现了 07 年来净息差的最低点，平均水平为 2.13%，09 年第三季度平均有 12 个基点的上升；平均水平提高到 2.25%，我们预测第四季度净息差继续上升；主要原因：1、贷款结构的变化（企业贷款比重的提高）和信贷控制的加强提高银行的定价能力；2、货币市场的收益率，包括票据贴现的收益率有进一步提高的空间（新股发行的节奏在加快，央行回笼货币的力度在加大；整体市场流动性状况已经出现了微妙的变化）；3、存款活期化在一定程度上继续，降低银行负债成本，我们目前预测 09 年全年 14 家上市银行的平均净息差在 2.36%左右。

2010 年在不考虑利率政策变动的基础上，我们认为尤其是第一季度，银行净息差很难在年底的水平上有较高的提升，主要原因：1、资产负债调整的空间和边际效用将逐渐递减；2、由于市场普遍预期明年二季度以后是央行货币政策调整的时间窗口，因此银行必定会在第一季度加快贷款投放，可能又会出现单月人民币贷款增量超过 1 万亿的水平，在这种形势之下，银行 10 年 1 季度甚至上半年议价能力较难有有效的提高。二季度之后随着整体货币政策的转向，如果真的出现加息动作，净息差才可能有效提高。

因此我们目前预测 10 年全年 14 家上市银行的平均净息差大约在 2.45%左右，比 09 年全年的水平提高 10 个基本点左右，当然这种预测没有考虑利率政策的变动，具体参见

表 17:

表 17: 上市银行净息差水平预测

	07 年全 年净息差	08 年全 年净息差	09 年第一 季度	09 年上 半年末	09 年三 季度末	09 年全 年预测	10 年全 年预测
招商银行	3.02%	3.28%	2.47%	2.24%	2.21%	2.25%	2.35%
浦发银行	3.04%	2.86%	2.45%	2.35%	2.40%	2.45%	2.55%
民生银行	2.78%	3.12%	2.40%	2.43%	2.54%	2.55%	2.65%
兴业银行	2.86%	2.83%	1.99%	1.90%	1.94%	2.06%	2.18%
交通银行	2.86%	2.78%	2.26%	2.21%	2.22%	2.30%	2.37%
中信银行	3.08%	3.31%	2.52%	2.47%	2.61%	2.68%	2.75%
华夏银行	2.65%	2.49%	1.81%	1.88%	1.94%	2.00%	2.12%
深发展 A	3.14%	3.09%	2.70%	2.50%	2.47%	2.50%	2.65%
工商银行	2.80%	2.88%	2.35%	2.25%	2.25%	2.29%	2.36%
中国银行	2.82%	2.62%	2.14%	2.04%	2.03%	2.11%	2.16%
建设银行	3.24%	3.22%	2.58%	2.46%	2.41%	2.46%	2.54%
宁波银行	3.25%	3.44%	2.93%	2.91%	2.82%	2.77%	2.90%
南京银行	2.98%	3.15%	2.80%	2.63%	2.57%	2.73%	2.82%
北京银行	2.33%	2.91%	2.50%	2.32%	2.33%	2.36%	2.40%
平均	2.92%	3%	2.38%	2.13%	2.25%	2.35%	2.45%

资料来源：各上市银行定期报告，东北证券金融与产业研究所整理

(3) 有关信贷成本预测：信贷成本的定义是当年新增的拨备与当年贷款平均余额之比，他反映了银行为了实现贷款利息收入需要在税前列支的准备支出，与反映时点数的不良贷款准备覆盖率不同，他直接体现在利润表中的扣减项目上，是我们对上市银行进行盈利预测的另一个重要变量；由于此变量最终的实际水平受制于各银行管理层各自不同的考虑，进行人为控制和平滑的余地非常大，因此这个变量的预测具有很大的不确定性。

09 年前三季度，尤其是第三季度，上市银行信贷成本的下降略微超过我们的预期，因为在 09 年中期，包括工、中、建等大行均没有达到 150% 的拨备覆盖率，而银监会持续强调所有银行必须在年底达到 150% 以上的拨备覆盖率，因此我们理性预测工、中、建、交等会在 09 年第三季度加大拨备计提，平均信贷成本会在 09 年中期较低的基础上有所提高，但实际情况略微出乎我们的意料，工、中、建等是在第三季度明显提高了拨备覆盖，但是一方面是不良贷款绝对额的下降出乎我们的预期，另一方面也是由于贷款的平均余额的扩大也略微超过我们之前的预期，所以第三季度末，上市银行平均的信贷成本继续下降，09 年第三季度末降低到 0.40% 的新低。

由于 09 年新增信贷可能将超过 10 万亿，10 年新增信贷也在 8 万亿左右，所以我们理性预期在 09 年第四季度和 10 年全年，上市银行平均的信贷成本将在第三季度末的低点上有所提高；我们目前预期 09 年全年的信贷成本在 0.48%，10 年全年在 0.53%。具体见表 18:

表 18: 上市银行信贷成本预测

	06 年全 年信贷成 本	07 年全 年信贷成 本	08 年全年 信贷成本	09 年中 期信贷成 本	09 年前 三季度信 贷成本	09 年全 年信贷成 本预测	10 年全 年信贷成 本预测
深发展 A	1.18%	1.02%	2.91%	0.65%	0.57%	0.51%	0.58%
宁波银行	0.28%	0.31%	0.60%	0.58%	0.64%	0.69%	0.65%
浦发银行	0.89%	0.69%	0.60%	0.51%	0.32%	0.46%	0.38%
华夏银行	0.99%	1.25%	1.48%	0.80%	0.79%	0.70%	0.80%
民生银行	0.52%	0.44%	1.07%	0.69%	0.52%	0.69%	0.71%
招商银行	0.68%	0.49%	0.48%	0.53%	0.32%	0.26%	0.22%
南京银行	0.42%	0.67%	1.13%	0.90%	0.62%	0.44%	0.63%
兴业银行	0.83%	0.40%	0.68%	0.03%	0.06%	0.15%	0.25%
北京银行	0.37%	0.45%	0.98%	0.27%	0.10%	0.20%	0.29%
交通银行	0.68%	0.64%	0.88%	0.59%	0.60%	0.60%	0.58%
工商银行	0.87%	0.86%	0.84%	0.37%	0.36%	0.43%	0.45%
建设银行	0.71%	0.65%	1.03%	0.49%	0.44%	0.42%	0.47%
中国银行	0.62%	0.36%	0.63%	0.37%	0.37%	0.50%	0.58%
中信银行	0.36%	0.55%	0.87%	0.28%	0.27%	0.24%	0.36%
平均	0.73%	0.64%	0.87%	0.44%	0.40%	0.48%	0.53%

资料来源: 各上市银行定期报告, 东北证券金融与产业研究所整理

(4) 其他变量预测:

中间业务收入: 09 年前三季度, 上市银行的中间业务收入出现分化, 09 年前三季度平均增长幅度在 14.89%, 预计第四季度和明年随着出口的逐渐复苏、资本市场的回暖和创新中间业务的继续发展, 上市银行的中间业务收入增速会有所提高, 不过由于权重较大的工、中、建、交、招等因为中间业务收入基数已经较大, 所以将逐渐回落到正常的增速, 我们目前预测 09 年全年中间业务收入同比增速回升到 18%, 10 年回升到 23% 左右。

成本收入比: 09 年前三季度, 所有上市银行平均为 31.87%, 但是由于银行费用开支在季度分布之间的不均衡性, 所以我们预测第四季度, 上市银行的成本收入比整体将反弹, 09 年全年整体将上升到 36% 左右的水平, 10 年在 09 年已经严格成本开支以及上市银行面临继续扩张和发展的背景下, 经营成本整体会出现一定反弹, 不过收入增速会提高, 因此我们预计 10 年全年的成本收入比会稳中略有下降, 平均下降到 35% 左右的水平。

有效税率: 上市银行前三季度平均的有效税率为 22.49%, 同比依旧呈现下降趋势; 09 年全年和 10 年我们保守预测有效税率稳定在 23% 左右。

(二) 利润预测结果

在上述利润预测前提的基础上, 我们得出 09 年和 10 年的利润预测结果: 09 年上市银行平均净利润同比增长 11.03%, 10 年在全年人民币贷款增量在 7-7.5 万亿元左右, 净息差回升 10 个基本点左右, 信贷成本不出现明显上升的情况下, 上市银行的平均净利润增速同比达到 23.70%。具体见表 19:

表 19: 上市银行 09、10 年业绩预测

	08 年净利润	08 年 EPS	09 年净利润 (预测)	09 年 EPS1	09 年 EPS2	10 年净利润 (预测)	10 年 EPS
深发展 A	6.1404	0.2	45.02	1.45	1.22	54.34	1.47
宁波银行	13.3174	0.53	14.00	0.56	0.47	18.50	0.63
浦发银行	125.1583	2.211	124.50	1.41	1.41	140.00	1.59
华夏银行	30.7084	0.7036	35.93	0.72	0.72	41.42	0.83
民生银行	78.93	0.42	112.00	0.50	0.50	108.00	0.49
招商银行	209.46	1.43	172.08	0.9	0.78	215.00	0.97
南京银行	14.561	0.79	16.53	0.9	0.90	21.30	1.16
兴业银行	113.8503	2.28	115.50	2.31	2.01	143.75	2.5
北京银行	54.1658	0.87	56.05	0.9	0.80	77.84	1.25
交通银行	285.2	0.58	313.56	0.64	0.64	367.46	0.75
工商银行	1111.51	0.33	1235.87	0.37	0.37	1503.08	0.45
建设银行	926.42	0.4	1028.23	0.44	0.44	1285.29	0.55
中国银行	650.73	0.25	761.52	0.3	0.30	1015.36	0.4
中信银行	133.2	0.34	136.62	0.35	0.35	163.94	0.42
合计	3753.352		4167.41			5155.28	
同比增长	30.46%		11.03%			23.70%	

注：09 年 EPS1 是按照现有股本计算，

09 年 EPS2 考虑了已经公布股权融资计划的上市银行的股本变动

10 年 EPS 均考虑已经公布股权融资计划的上市银行的股本变动。

上市银行 09 年到 10 年按照目前已经公布的股权融资计划统计的股本变动情况见表

20:

表 20: 上市银行股本变动一览:

	09 年总股本 (截至 11 月 26 日)	10 年总股本 (考虑融资因素)
深发展 A	31.05	36.9 (向平安定向增发, 考虑上限)
宁波银行	25.00	29.5 (定向增发)
浦发银行	88.30	88.30
华夏银行	49.91	49.91
民生银行	221.44	221.44
招商银行	191.19	220.8 (考虑配股, 按照 10 配 1.5 计算)
南京银行	18.37	18.37
兴业银行	50.00	57.5 (考虑配股, 按照 10 配 1.5 计算)
北京银行	62.28	62.28
交通银行	489.94	489.94
工商银行	3340.19	3340.19
建设银行	2336.89	2336.89

中国银行	2538.39	2538.39
中信银行	390.33	390.33

资料来源：各上市银行公告，东北证券金融与产业研究所整理

3.2 10 年上市银行净利润对净息差和信贷成本的弹性分析

按照我们上文的分析，净息差和信贷成本依旧是影响 10 年度上市银行净利润增速的最主要变量，而且这两个变量未来偏离我们预测的可能性很大，因此我们需要对上市银行净利润对这两个变量的依赖程度进行分析，以便对明年上市银行净利润的可能波动情况作出合理预期：

(一)、上市银行净利润对净息差的敏感度分析

我们假设 10 年下半年央行启动利率政策，除了活期存款利率保持不变以外，其余各档次存贷款利率同时提高 27 个基点，则按照 09 年第三季度末的活期存款占比（存贷比越高，活期存款占比越高、已有债券投资的久期越短的银行加息背景下的净息差扩大幅度越大），我们静态计算得出上市银行的净利润变动和净息差变动，具体见表 21 和表 22：

表 21：14 家上市银行 09 年第三季度末活期存款占比

	09 年第三季度末活期存款占比	09 年第三季度末存贷比
招商银行	52.72%	73.87%
浦发银行	40.49%	72.89%
民生银行	35.96%(中期)	81.27%
兴业银行	45.53%	81.99%
交通银行	45.69%	75.38%
中信银行	42.69%(中期)	83.05%
华夏银行	40.99%(中期)	74.15%
深发展 A	29.67%	85.04%
工商银行	49.09%	57.22%
中国银行	45.13%(中期)	72.86%
建设银行	50.71%(中期)	58.57%
宁波银行	44.40%	75.95%
南京银行	44.56%(中期)	65.51%
北京银行	58.37%(中期)	63.57%

表 22：14 家上市银行净息差敏感性

	加息 27 个基点净息差扩大(%)	10 年净利润扩大幅度
招商银行	0.09	4.65%
浦发银行	0.015	0.96%
民生银行	0.017	1.00%
兴业银行	0.022	1.32%
交通银行	0.068	3.72%
中信银行	0.072	4.27%
华夏银行	0.03	3.14%
深发展 A	0.034	2.25%
工商银行	0.043	2%

中国银行	0.063	2.96%
建设银行	0.042	1.95%
宁波银行	0.053	2.70%
南京银行	0.048	1.88%
北京银行	0.06	2.83%

经过计算得知，加息弹性大的银行分别是招商、中信、交通、华夏、中国、北京和宁波。加息 27 个基点净利润增加幅度均在 2.50% 以上。

（二）上市银行对信贷成本的敏感度分析

如上文所述，信贷成本是目前对银行盈利预测中最容易受到银行自身和监管层控制的变量，因此其预测结果的不确定性非常大，为了更好的了解上市银行 10 年如何通过信贷成本平滑净利润或者信贷成本如果发生不利变动银行的净利润如何波动，我们计算了所有上市银行 10 年对信贷成本的敏感度情况；具体情况见表 23:

表 23: 上市银行对信贷成本波动的敏感度分析

	信贷成本增加 1 个点净利润的减少幅度 (%)
招商银行	0.48%
浦发银行	0.52%
民生银行	0.65%
兴业银行	0.39%
交通银行	0.38%
中信银行	0.46%
华夏银行	0.77%
深发展 A	0.70%
工商银行	0.28%
中国银行	0.36%
建设银行	0.27%
宁波银行	0.50%
南京银行	0.31%
北京银行	0.32%

经过初步计算得知，信贷成本敏感度比较高的是华夏、民生、深发展等全国性的股份制银行，而且整体看工、中、建、交等大银行和以北京、南京为代表的城商行整体对于信贷成本的敏感度较低。

3.3 上市银行 2010 年投资策略

（一）、上市银行最新估值水平一览

14 家上市银行目前的最新估值水平位 09 年如果不考虑尚未进行但是已经公布的股权融资计划的银行的摊薄，09 年的平均市盈率在 16.72 倍，如果考虑摊薄，则在 18.03 倍左右，平均市净率不考虑摊薄在 2.72 倍，考虑摊薄在 2.56 倍；10 年的动态 PE 和动态 PB 分别为 14.58 和 2.27 倍。具体参加表 24:

表 24: 上市银行最新估值水平

	收盘价 (11.26)	09 年 PE1	09 年 PE2	09 年 PB1	09 年 PB2	10 年 PE	10 年 PB
深发展 A	23.73	16.37	19.45	3.44	2.73	16.14	2.42
宁波银行	14.09	25.16	29.98	3.60	2.82	22.37	2.66
浦发银行	21.99	15.60	15.60	2.62	2.62	13.83	2.31
华夏银行	11.11	15.43	15.43	1.82	1.82	13.39	1.59
民生银行	7.88	13.13	15.76	2.01	2.01	16.42	1.79
招商银行	17.22	19.13	22.08	3.48	3.26	17.75	2.78
南京银行	17.86	19.84	19.84	2.75	2.75	15.40	2.45
兴业银行	37.8	16.36	18.81	3.29	2.88	15.12	2.50
北京银行	18	20.00	22.50	3.00	3.00	14.40	2.61
交通银行	8.53	13.33	13.33	2.67	2.51	11.37	2.31
工商银行	5.18	14.00	14.00	2.47	2.47	11.51	2.11
建设银行	5.92	13.45	13.45	2.52	2.52	10.76	2.11
中国银行	4.13	13.77	13.77	2.07	2.07	10.33	1.88
中信银行	6.46	18.46	18.46	2.39	2.39	15.38	2.22
平均		16.72	18.03	2.72	2.56	14.58	2.27

注：09 年 PE1 和 PB1 为没有考虑了已经公布但尚未实施的股权融资计划的摊薄

09 年 PE2 和 PB2 为考虑已经公布但尚未实施的股权融资计划的摊薄

10 年均考虑全面摊薄。

(二)、10 年上市银行投资策略

(1) 正确认识上市银行目前估值水平的高低

上市银行目前的 PE 和 PB 的相对估值水平依旧处于低端，尤其是与 A 股的其他板块相比，其估值水平的偏低就更加引人注意，但是，我们认为要正确认识上市银行目前的估值，换句话说，不能拿上市银行目前的估值水平简单的跟其他行业进行横向比较，我们需要与上市银行历史的估值水平相比，并且要结合上市银行的盈利能力的变化，才能够正确认为目前上市银行估值水平的高低。

我们认为，1、上市银行因为其业务结构和收入结构与国际同业具有较高的可比性，因此其估值不能够严重脱离国际同业的平均水平；2、国内 A 股上市银行相比国际同业而言具有较高的成长性，因此考虑 PB 估值不能完全体现国内 A 股银行的较高成长性，应该更多的通过与 ROE 相连的 PE 估值来确定其合理估值，在认识目前上市银行估值是高还是低的问题上，我们认为也应该结合我国上市银行的历史水平，也就是说纵向比较来加以判断。

10 年上市银行面临的最大问题是银行即将迎来新一轮的融资高潮，这当然与银行再 09 年甚至 10 年上半年信贷的大量投放消耗资本以及银监会的加强资本监管具有密切的关系，我们在之前的报告中已经对这个问题多次探讨过，我们在这里想重申的是，大量的银行融资除了对证券市场资金供求面可能造成的不利影响之外，我们更强调其对银行盈利能力的摊薄，而且在目前我国商业银行面临的阶段看，大量摊薄的 ROE 不能在短期内迅速提高（因为净息差的低位和中间业务发展的滞后限制了银行盈利能力的提高，这就与 06 年招商银行 H 股融资时的情况完全不同）；而迅速降低的 ROE 必然影响银行估值水平的提高，所以我们要正确认识银行股目前估值水平的高低就必须对 10 年上市银行平均

的 ROE 水平做出正确判断。具体见表 25:

表 25: 上市银行 09、10 年 ROE 预测一览

	09 年 ROE1	09 年 ROE2	10 年 ROE
深发展 A	21.01%	14.04%	14.99%
宁波银行	14.31%	9.41%	11.89%
浦发银行	16.79%	16.79%	16.70%
华夏银行	11.80%	11.80%	11.87%
民生银行	15.31%	12.75%	10.90%
招商银行	18.19%	14.76%	15.66%
南京银行	13.86%	13.86%	15.91%
兴业银行	20.11%	15.31%	16.53%
北京银行	15.00%	13.33%	18.13%
交通银行	20.03%	18.83%	20.32%
工商银行	17.64%	17.64%	18.33%
建设银行	18.74%	18.74%	19.61%
中国银行	15.03%	15.03%	18.20%
中信银行	12.95%	12.95%	14.43%
平均	17.06%	16.84%	17.92%

注: 09 年 ROE1 是按照现有股本计算,

09 年 ROE2 考虑了已经公布股权融资计划的上市银行的股本变动

10 年 ROE 均考虑已经公布股权融资计划的上市银行的股本变动

由于 09、10 年银行的 ROE 水平虽然整体趋势是上升的, 但是很难回到经济扩张高峰时 20%以上的水平, 因此这一点必然会限制上市银行在 10 年估值水平的提高; 这是 10 年银行面临的最大的不利因素, 必须引起我们重点关注。

(2) 10 年银行投资策略

上市银行整体的投资环境正在逐步转好, 宏观经济复苏的稳固和可能的经济增速的迅速见底回升、利率政策改革的渐行渐近是支持我们做出这种判断的主要两大支持点, 目前唯一困扰银行业投资的就是银监会提高资本充足率, 净息差很难回到 07 年高点, 非息业务收入发展还需要时间的这个时间段, 银行如何通过自身的努力提高 ROE, 从长期的角度看, 未来上市银行的长期投资价值的差别就体现与此。整体看, 在市场气氛配合的情况下, 由于 10 年我们预计上市银行平均有 20%左右的盈利增幅, 在考虑到目前上市银行的估值水平整体处于合理估值区间的低位, 因此, 我们预计整体上市银行在 10 年全年平均应该有 20%-30%左右的涨幅。

因此从银行投资的策略而言, 我们建议长期资金可以在目前逐步增加银行的仓位和配置比例, 具体品种方面, 我们从两个角度考察银行, 一是资本节约型银行, 以北京银行、交通银行为代表, 工行、建行也可归入其中, 二是具有比其他同业更高的提高 ROE 的能力, 以招商、兴业等优秀银行为代表, 也可考察民生、深发展等正在向此努力的股份制商业银行, 这两条路线是我们 10 年布局银行投资的主要路线。

有关这些银行的具体分析请参照我们前期的系列报告。

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, 东北证券股份有限公司(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。