

深度报告

银行

银行业 2010 年年度投资策略

谨慎推荐

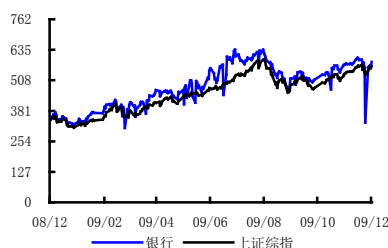
(维持评级)

2009 年 12 月 10 日

本报告的独到之处

- 跳出仅仅从经济回暖来分析银行的思路,从政策与经济互动的角度出发,分析监管“逆周期”思路对于银行板块业绩与盈利的深刻影响,进而选择投资标的

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《银行业周报: 政策温和调整, 再融资压力逐步释放》——2009-11-30

《银行业周报: 价值引导估值, 贷款主推息差》——2009-11-24

《海外银行双周报: 资金加速流入香港 短期不会撤离》——2009-11-19

分析师: 邱志承 CFA

电话: 021-60875167

E-mail: qiuzc@guosen.com.cn

分析师: 谈焱

电话: 010-82254212

E-mail: tanxuan1@guosen.com.cn

分析师: 黄斌

电话: 0755-82133476

E-mail: huangbiao@guosen.com.cn

分析师: 戴志锋 CFA

电话: 0755-82133397

E-MAIL: daizf@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业投资策略

从经济周期到监管“逆周期”

● 2010 年的超预期, 最可能来自监管政策

受金融危机和信贷超常增长的影响, 银监会现在政策思路是“逆周期”监管和总体趋于严格。现在通过提高充足率标准, 降低银行的风险扩张能力, 一定程度上是使未来资产质量压力提前, 而且在这种思路下, 我们判断监管政策收紧还将在 2010 年持续。

● 监管政策收紧的长期影响远大于短期

在短期, 宏观经济加杠杆和银行体系减杠杆带来了银行资本需求的大幅上升。在中长期, 更高充足率要求可能使融资次数增加了 2-3 倍, 对估值有明显影响。而且对规模增速高的银行负面影响较大, 而资产回报较高的银行抵御能力要强很多。在更高的核心充足率的要求下, 我们应给高资产回报的银行更高的估值, 而高增长给予的溢价应有所下降。

● 营业收入取决于充足率约束和贷款利率上浮

2010 年上市银行息差的分化主要来自于贷款利率的上浮, 我们判断银行议价能力上升的银行主要包括民生和宁波等。另一个影响营业收入的因素是资本充足率, 能在 2010 年 1 季度大规模扩张信贷的, 主要是大型银行、民生和中信银行。

● 关注 2010 年营业支出的反弹压力

在“逆周期”监管下, 不良形成会有恢复性上升, 而拨备支出水平, 很大程度上取决于银监会动态拨备的思路, 也会有所上升。在费用等方面, 大型银行除交通银行外, 网点平均费用均有小幅的增长; 中型银行里, 招行、民生、华夏和深发展费用没有过分压缩。此外, 南京和宁波银行也保持了费用的适合水平。在此之外的银行费用反弹的压力较大。

● 监管政策对于融资和业绩影响会逐渐加强

银行板块估值与其他板块相比估值差距处于高位, 短期跑赢的概率较大, 而在中期压力增加。我们选择: 受“逆周期”监管负面影响较小的银行, 主要是资本充足率高, ROA 和 RORWA 较高, 而估值较低的工商银行和建设银行。在近期, 推荐及已经完成增发, 贷款利率上浮空间较大的民生银行; 及 ROA 最低, 但有可能出现最大斜率改善的华夏银行。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘 (元)	EPS		PE		投资评级
				2009-12-3	2010E	2010E	2011E	
601398	工商银行	13,577	5.41	0.48	0.56	11.2	9.7	推荐
601939	建设银行	13,951	5.97	0.57	0.66	10.5	9.1	推荐
600016	民生银行	1,699	7.67	0.59	0.71	13.1	10.8	谨慎推荐
600015	华夏银行	557	11.17	0.91	1.04	12.2	10.7	推荐

资料来源: 公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

2010 年，驱动银行板块股价波动因素，不太可能来自于市场已经熟知盈利确定增长和低估值，市场预期的加息对息差的推动，在半年内也难以出现。

超预期最可能来自政策，央行逐渐结束过度宽松的信贷已是定局。在监管方面，银监会的政策思路的主要就是“逆周期”调节和总体趋于严格。

在短期，宏观经济加杠杆和银行体系去杠杆带来了资本需求的大幅上升。在中长期，更高充足率要求使融资次数上升，对于估值有负面影响。这对规模增速高的银行影响较大，而资产回报高的银行抵御能力要强很多。我们应给高资产回报的银行更高的估值，而高增长给予的溢价应有所下降。

在 2010 年盈利预测方面，我们相对于市场共识，会更多的考虑贷款利率上浮对于息差的影响；及费用和拨备支出可能的反弹，特别是拨备支出，不仅仅取决于不良生成率的恢复性上升，也受拨备覆盖监管的影响。

维持行业“谨慎推荐”评级，推荐：受“逆周期”监管政策负面影响较小的工商银行、建设银行，及短期推荐充足率较高，业绩上升空间大，并且估值较低的民生银行、华夏银行。

核心假设或逻辑

假设中国经济 2010 年持续温和回暖，此时“调结构”政策优先级上升。金融危机的教训及 2009 年信贷的超常投放，使得监管政策的在未来还将进一步收紧。而且，上市银行在短期还将是资本消耗型的增长模式。

与市场预期的不同之处

不仅仅考虑了低估值和确定的业绩增长，从政策与经济互动的角度出发，分析了银监会目前在国际国内背景下，“逆周期”监管思路对于银行板块业绩与盈利的显著影响，判断在 2010 年，超预期的因素最可能来自宏观调控和监管政策周期。而不是市场已经普遍了解的经济回暖和信贷量价齐升。

股价变化的催化因素

大中小银行再融资次数差别被市场所认识和接受，银行由于充足率是否充足出现收入增长的分化，及费用和拨备支出在 2010 年有较大的反弹。

核心假设或逻辑的主要风险

中国经济在 2010 年回暖趋势出现波折，“保增长”又成为压倒性的政策目标，在此背景下银监会转向放松监管，波动性泛滥在 2010 年进一步加剧。

内容目录

投资摘要.....	2
2010 年的超预期，最可能来自监管政策.....	6
市场对于 2009 年出台的监管政策调整预期不足.....	6
监管调整的本质是对政府长期利益的保护.....	6
监管周期的影响还没有完全结束	8
监管政策收紧的长期影响远大于短期	9
2009 年规模和提高监管标准	9
营业收入主要取决于充足率和贷款利率上浮	13
贷款收益率将是 2010 年息差收入分化的主要原因	13
从结构调整看贷款利率的上升幅度的判断.....	15
资本充足率对于贷款发放的力度会有重大的影响.....	20
关注 2010 年营业支出的反弹压力	21
在“逆周期”监管下，2010 年不良形成会有恢复性上升	21
信贷成本预测更多取决于动态监管思路.....	21
寻找 2010 年费用支出反弹压力较小的银行.....	22
推荐受“逆周期”监管影响小的银行	24
2010 年银行板块业绩预测分歧不大.....	24
相对估值偏低，短期有一定的估值修复空间.....	25
监管政策对于融资和业绩影响会逐渐加强.....	27
国信证券投资评级	30
免责条款.....	30

图表目录

表 1: 银监会推出的主要监管政策及调整.....	7
表 2: 上市银行 2009 年上半年核心资本供需缺口	9
表 3: 上市银行 2009 年核心资本供需缺口	10
表 4: 虚拟银行在核心充足率要求 4%下未来 10 年资产负债结构和再融资 ...	11
表 5: 虚拟银行在核心充足率要求 7%下未来 10 年资产负债结构和再融资 ...	11
表 6: 虚拟银行核心充足率提高时, 不同规模增速的银行P/E估值的下降.....	12
表 7: 虚拟银行核心充足率提高时, 不同ROA水平的银行P/E估值的下降	12
表 8: 上市银行ROA分解.....	13
图 1: 08 年以来各类上市银行息差走势情况	14
表 9: 上市银行 1H08~1-3Q09 单季息差水平 (按期初期末余额计算)	14
表 10: 上市银行 2007-2008 年负债结构	15
图 2: 各上市银行 09 年前三季度分别新增票据规模	16
图 3: 各上市银行 09 年前三季度分别新增票据规模	16
表 11: 截至 10 月末各上市银行在信贷高增长周期中票据贴现比重变化 (%)	16
表 12: 票据贴现比重下降对息差的影响弹性 (%)	16
图 4: 金融机构中长期贷款及其他中长期消费贷款占比	17
图 5: 各上市银行 09 年 10 月末的贷款结构	17
表 13: 截至 10 月末各上市银行在信贷高增长周期中长期贷款占比变化 (%)	17
图 6: 截至 09 年 10 月各上市银行中长期贷款结构	18
图 7: 各上市银行 09 年年初及 10 月末的按揭余额占比	18
图 8: 02 - 09 年法定与超额存款准备金率变化情况	18
图 9: 08 年以来银行间同业拆借各期限利率变动情况	18
图 10: M1-M2 增速差与贷款上浮比例	19
图 11: 02-09 年金融机构定期存款与贷款绝对规模差变化.....	19
表 14: 贷款利率上浮占比变动对息差的影响弹性 (%)	19
表 15: 上市银行息差水平	20
表 16: 上市银行 2Q08~3Q09 年资本充足率.....	20
表 17: 上市银行 1H08~1-3Q09 单季息差水平 (按期初期末余额计算)	22
表 18: 上市银行资产质量及拨备支出	22
表 19: 上市银行 2007-2008 年费用及网均费用增长	23
表 20: 上市银行 2007-2008 年固定资产增长及资产占比.....	23
表 21: 上市银行费用水平预测	24
表 22: 上市银行收入及利润增长	25
表 23: 上市银行资产盈利能力	25
表 24: 银行板块与沪深 300 及非银行板块动态PE、PB及估值差异.....	26
图 12: 银行板块与沪深 300 非银行板块动态PB (截至 2009.11.27)	26
图 13: 银行板块与沪深 300 非银行板块动态PE (截至 2009.11.27)	26

图 14: 大中型银行 P/E估值对比	26
图 15: 大中型银行 P/B估值对比	27
表 25: 上市银行盈利预测及估值表（截至 2009.12.2）	28
表 26: 虚拟银行预测及估值	29

2010 年的超预期，最可能来自监管政策

2009 年宏观经济、A 股市场包括银行股价出现了大幅的回升。回升最主要的动力是经济政策的强力刺激。而在 2010 年，市场对于银行的盈利预期较为一致，业绩增长稳定，估值相对很低是目前市场的共识，在此方面我们观点与市场判断也基本一致。但是，对于股价带来冲击的是市场还没完全认识到的因素。从这一角度出发，我们认为，银行业绩及银行板块波动最大的变数仍然是出台与预期不同的政策，我们下面将着力分析政策周期，及政策对于银行板块估值的影响；之后将在此基础上分析银行板块 2010 年的业绩。

市场对于 2009 年出台的监管政策调整预期不足

全球空前规模的金融危机带来了空前规模的政策刺激，我们事实上面临着宏观经济、经济政策及企业市场预期等因素之间的互动和博弈，这将是 2008 年年底开始，贯穿未来相当长时间的主线。政策力度将空前，其变动成为了影响宏观经济、银行业和资本市场最重要的因素，

因此，我们在 2010 年面临的不仅仅是经济周期，还有政策的周期，这主要包括宏观和监管的周期。正如 2009 年，政策对于经济的刺激力度超过了预期，进而经济复苏的幅度超预期一样，2010 年政策的变动有可能成为宏观经济最大的预期之外的因素。

特别是银行业，其不仅仅受宏观经济的影响，也是宏观政策传递的渠道，这一特点是在政策密集期时，我们在分析银行业时特别要注意的。分析银行板块时，不仅仅要关注经济周期的起伏，也更要分析政策，包括宏观和监管政策的变动对其价值的影响。

在 2010 年，市场的普遍预期是：政策从“保增长”逐渐转向“控通胀”和“调结构”，我们将从这个政策调整的趋势进行分析。

对于未来政策的变化，我们需要从全球背景进行分析。一个是经济刺激政策的逐步退出；另一个是对于金融机构监管政策的进一步调整。对于前者，也就是市场经常会说的从“保增长”到“调结构”和“控通胀”，这方面我们的宏观分析师已经做了较为详细的阐述，市场对此的分析和预测也较多。我们在这里主要对监管政策的周期进行分析，监管周期也部分与整个政策的转向有关。

从 2009 年下半年出现的，银监会提高资本充足率标准，严格资本计算方法，提高拨备覆盖率要求等等的政策。市场往往都是被动的接受这些政策的影响和冲击，而很难做这些政策的逻辑进行分析，进而做出合理的预期。我们认为这些貌似意外的监管政策的调整有其自身的逻辑和背后的动机，我们下面将对此进行分析。我们还认为未来的监管政策仍会变化，而这会对 2010 年银行板块的价值和走势带来明显的影响。

监管调整的本质是对政府长期利益的保护

监管趋严的国际背景是很明显的，从次贷危机中欧美银行的表现来看，原有的巴塞尔协议资本充足率的要求是有明显不足的，相当一部分资本，特别是附属资本对于风险的抵御和吸收能力很低，所以当冲击真正到来时，银行迅速失去了清偿能力。

金融危机印证银行体系与实体经济之间存在的一种动态的相互作用的机制,机制导致商业银行在经济上行时期,积聚风险,助推经济泡沫。经济下行时期,引发信贷紧缩,从而扩大宏观经济在经济周期不同阶段的波动幅度,并最终加剧金融体制的风险。这些对于银监会的监管思路有很大的影响。

我们在之前的报告中《银行监管思路: 风险可控, 以丰补歉》中曾经对银监会近期的监管思路进行论述和分析, 银监会政策思路的主要就是“逆周期”调节和总体趋于严格。

监管趋严的国内背景是, 从 2008 年年底开始的信贷爆增, 2/3-3/4 的增量信贷流向了地方政府的融资平台及城投公司, 融资平台及城投公司和之前美国的 SIV (special investment vehicle) 其实有相似之处, 从各方面的迹象来看, 其中有相当部分资金流入了资本市场和房地产市场。这些贷款在中长期的都有一定的潜在风险, 此外, 未来经济结构的调整也必然会带来企业破产倒闭数量的上升, 虽然资本市场可以暂时忽略中长期的风险, 可对于中央政府来说这个是很大的潜在压力的, 这些也促使银监会推出更为严格的监管政策。

下表是银监会监管政策近期调整, 可以看到在 2009 年, 银监会的政策收紧速度有明显的提高, 特别是《关于商业银行资本补充机制的通知》对于资本充足率的影响是很大的。下表就是过去三年内银监会推出的主要监管政策及调整。

表 1: 银监会推出的主要监管政策及调整

	发布载体	资本充足率	核心资本充足率	拨备覆盖率	资产利润率	资本利润率	成本收入比
2006.1.16	《商业银行风险监管核心指标(试行)》	≥8%	≥4%	≥100%	≥0.6%	≥11%	≤45%
2007.7.26	关于《商业银行资本充足率管理办法》修改的决定	增加以下等条款: 1、对计入所有者权益的可供出售债券公允价值正变动可计入附属资本, 计入部分不得超过正变动的 50%; 公允价值负变动应全额从附属资本中扣减。商业银行计算资本充足率时, 应将计入资本公积的可供出售债券的公允价值从核心资本中转入附属资本。2、商业银行持有我国其他商业银行发行的混合资本债券和长期次级债务的风险权重为 100%。					
2008.12.9	《商业银行并购贷款风险管理指引》	要求可以开展并购贷款业务的银行资本充足率要≥10% 要求可以开展并购贷款业务的贷款损失准备率需≥100%					
2009.1.10	《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》	1、支持符合条件的商业银行开展并购贷款业务; 2、督促各主要银行业金融机构按有关要求设立小企业信贷专营服务机构, 加大对小企业的金融支持力度; 3、对涉农类贷款实行有区别的信贷管理和考核政策, 结合农户生产经营特点和农业生产实际情况, 加大涉农信贷投入力度; 4、鼓励实施贷款重组, 对部分符合条件的受全球金融危机影响而暂时出现经营或财务困难的企业予以信贷支持; 5、拓宽项目贷款范围; 6、支持信贷资产转让, 合理配置信贷资产; 7、允许有条件的中小银行业适当突破存贷比; 8、支持创新担保融资方式和消费信贷保险保障机制; 9、科学实施贷款责任追究; 10、支持信托公司和财务公司业务创新发展。					
2009.1.16	2009 年第一次经济金融形势通报会	≥130%, 风险较高的银行≥150%					
2009.7.17	2009 年第三次经济金融形势通报会	≥150%					
2009.10.21	《关于商业银行资本补充机制的通知》	主要变动条款: 1.次级债扣减的新老划断,规定自 2009 年 7 月 1 日起开始持有的其他银行发行的次级债要全部扣除;2.主要商业银行发行长期次级债务的额度不得超过核心资本的 25%					
2009.11.23	提出信贷风险管理三大要求	否认提高大型银行资本充足率监管标准至 13% 年底前达到≥150%					
2009.11.26	《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》	在计算资本充足率时, 将投资保险公司的资本投资从银行资本金中全额扣除。					

资料来源: 银监会网站, 国信证券经济研究所

我们可以很清晰地看到，银监会大部分政策的目标均是指向增厚银行资本、增加抵御各项风险，主要是关注信用风险的能力，而且这方面的政策在次贷危机暴发后变得更加频繁，我们下面来进一步分析这种政策趋势的实质影响。

我们认为更严格的监管标准，一方面是作为“准货币政策”进行逆周期的调整，在另一方面，包括高的充足率和拨备覆盖的要求本质上是利益分配的调整，是政府、股东和银行自身利益分配的调整。

提高监管标准后银行经营的风险程度下降了，从理论上对于银行储户利益的更好保护，但事实上中央政府对全国性的银行都有隐含的担保，对于储户利益的更好保护，其实是减少了政府的隐含担保，是对未来政府权益的保护，也减少了股东利益。

市场对于中国银行业 2009 年爆炸性的信贷扩张一直存在担心，担心在中长期对于资产质量会有显著的负面影响。我们猜想，中央政府也同样存在这种担心，而在短期对于经济的刺激是优先级更高的目标。在这样情况下，提高银行的风险抵御能力就成为必然的政策选择。

市场之前曾经多次预期过政府可能会要求盈利能力过高银行进行让利，主要设想的方式是通过减少法定息差方式。市场也曾经预期 2009 年高增长的信贷有可能在中长期带来资产质量的下降，也同样会带来银行盈利的明显下降。可实际上，**提高监管标准，降低银行的风险扩张能力，增加了对于资产质量下降的抵御能力，也相应降低了银行的盈利影响，这也可以被视为一种让利，一定程度上是把未来资产质量的压力提前到了现在。**

监管周期的影响还没有完全结束

我们之所说这是监管周期，表示这一轮监管收紧的过程并没有结束，做出这一判断主要原因一方面是，我们在之前看到的银行监管在金融危机出现后快速收紧的趋势；另一方面是因为，目前监管政策一定程度是银监会暂时向宏观经济、资本市场和银行业妥协后的结果，并没有完全达到其原有“逆周期”目标，而经济的快速回暖，在客观上也会加大银监会“逆周期”监管的力度。

市场之前传闻银监会的 13% 的资本充足率标准，虽然之后被否认，但是银监会部分领导的思路，并不是空穴来风，这有可能是银监会未来 2-3 年内，在经济不出现二次探底时，希望逐渐达到的目标。

从表 1 中，我们可以看到监管政策的收紧主要有几方面，一个是目前对市场带来明显压力的资本充足率要求，另一个是拨备覆盖的水平。

我们首先来看充足率方面，根据目前的充足率计算方法，不仅仅是充足率标准的明显提高，也使得银行附属资本的补充难度大幅上升，所有这些都是指向银行需要增加核心资本，需要增加融资。附属资本主要包括：高于最低监管要求的拨备、次级债、混合资本债、可转债和资产重估储备等。**在目前的政策下，如果银行不发行混合资本债和可转债，那么其附属资本一般仅能提供 4 个百分点左右的充足率。而混合资本债发行的审批较为严格，可转债的发行基本就是股本融资。**

如果银监会提出 13% 的资本充足率标准，那么基本相当于把核心资本充足率的要求提高到 9% 左右，较目前 7% 的标准有了进一步的提高。

在修改后的巴塞尔协议 II 出台之前，银监会监管标准应该还会有进一步的调整，调整的方向基本上还是在考虑现实条件情况下，更加严格。因此，我们后面的

量化分析中加入了较目前监管更为严格标准下的价值影响。

在拨备覆盖方面，市场之前猜测的动态拨备，虽然由于数据缺乏和操作困难的原因，暂时不会推出。但银监会已经接受了动态拨备的原则和方法，**如果 2010 年，不良形成继续在低位，那么银监会很可能判断 150% 覆盖率标准可能不足以覆盖中长期的信用风险，银监会还可以从主观判断出发，再次提高银行业的拨备覆盖标准。**不过总体来说，拨备覆盖政策对于银行盈利和估值的影响要比充足率政策小的多，因此我们下面也将主要分析资本充足率政策的影响，拨备覆盖政策的影响分析放在报告后面的盈利预测之中。

此外，银监会还可能在存贷比、贷款集中度、流动性风险控制方面提出更严格的监管标准，这些政策影响力度相对更小。

监管政策收紧的长期影响远大于短期

2009 年规模和提高监管标准

2009 年是银行业资本补充需求增长最快的一年，除了我们之前写的资本充足率政策的影响之外，2009 年近 10 万亿的信贷投入，可以视为宏观经济的加杠杆，银行在宏观政策影响和自身市场排名及业绩目标下的结果，而大量风险资产的增加自然也提高了其对资本的需要。**宏观经济的加杠杆和银行体系的减杠杆的双重影响，带来了银行资本需求的大幅上升，融资需要相应上升。**

我们首先分析此次提高的短期的、静态的影响，这方面的研究报告已经很多，我们下面进行简要的分析。

下表是 2009 年上半年各家银行风险加权资产的增长和标准提高对于核心资本需求量的增长、核心资本的实际增长及相应缺口。我们可以看到，**在 2009 年上半年，因为规模增长和标准提高，上市银行整体上核心资本充足率相对于最低标准下降了 3 个百分点。**

表 2：上市银行 2009 年上半年核心资本供需缺口

	核心资本新增需求			核心资本 增加	缺口余额	缺口比 例
	规模扩张	标准提高	合计			
工商银	29,842	164,848	194,690	34,650	160,040	-2.9%
建设银	27,713	146,679	174,392	28,167	146,226	-3.0%
中国银	40,171	149,137	189,308	39,937	149,372	-3.0%
交通银	8,989	48,034	57,023	9,656	47,367	-3.0%
招商银	7,345	33,025	40,371	10,994	29,377	-2.7%
中信银	7,951	28,360	36,311	6,831	29,480	-3.1%
民生银	7,854	28,927	36,781	6,562	30,220	-3.1%
浦发银	8,826	29,174	38,000	8,291	29,709	-3.1%
兴业银	7,436	20,874	28,309	6,231	22,078	-3.2%
华夏银	2,298	12,344	14,642	1,716	12,926	-3.1%
深发展 A	1,657	10,127	11,784	2,448	9,336	-2.8%
北京银	2,189	7,295	9,484	1,906	7,578	-3.1%
南京银	1,052	2,271	3,324	-145	3,469	-4.6%
宁波银	713	2,266	2,979	330	2,649	-3.5%
合计	154,036	683,362	837,398	157,572	679,826	-3.0%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

上面是根据披露数据计算的，我们再根据我们预测的数据来计算 2009 年全年

的核心资本充足率的缺口。我们这里假设了宁波银行的定向增发和招商银行的配股在年底之前完成，此外，多数银行下半年风险资产规模增速会有所放缓，而利润留存增加，所以 2009 年全年的缺口较上半年有所减少。

表 3: 上市银行 2009 年核心资本供需缺口

	核心资本新增需求			核心资本增加	缺口余额	缺口比例
	规模扩张	标准提高	合计			
工商银行	36,722	170,009	206,731	65,337	141,394	-2.5%
建设银行	19,437	140,472	159,909	26,321	133,588	-2.9%
中国银行	50,596	156,956	207,552	26,581	180,971	-3.5%
交通银行	1,783	42,630	44,414	14,804	29,610	-2.1%
招商银行	10,355	35,282	45,637	30,417	15,220	-1.3%
中信银行	14,364	33,170	47,534	13,850	33,684	-3.0%
民生银行	10,453	30,877	41,330	35,777	5,554	-0.5%
浦发银行	9,321	29,545	38,867	23,667	15,199	-1.5%
兴业银行	9,875	22,703	32,578	12,003	20,575	-2.7%
华夏银行	2,346	12,380	14,725	3,136	11,589	-2.8%
深发展 A	2,808	10,990	13,798	11,159	2,639	-0.7%
北京银行	3,529	8,300	11,829	6,434	5,396	-2.0%
南京银行	1,497	2,605	4,102	1,247	2,855	-3.3%
宁波银行	1,284	2,695	3,978	5,152	-1,174	1.3%
合计	174,371	698,614	872,985	275,885	597,100	-2.6%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

在分析了提高充足率的一次性影响之后，我们将对监管标准的变化对于银行价值的中长期影响。

监管周期对于是对银行估值标准有重大冲击

银监会目前已经把核心资本充足率的要求从之前的 4%，提高到了 7%，幅度很大，对银行的影响绝对不是一次性的，而是持续的长期影响。为了反映这种影响，我们这里将建立一个简化模型来进行预测。

银行在融资后，随着规模的快速扩张，资本充足率逐渐下降。**但资本充足率下降的速度并不是稳定的，而是一个开始较快，之后逐渐放缓的过程。**原因是在融资刚完成时，银行的杠杆倍数较低，ROE 相对较低，利润留存能力也较低，充足率下降较快。随时时间的推移，其杠杆上升，利润留存也增加，核心充足率下降速度会明显放缓。

建立虚拟银行的模型

我们下面假设一家银行，这家银行在 2009 年年底，总资产为 100，净资产为 6，资产风险权重为 60%，在 2009 年年末核心资本充足率为 10%，其资产规模增速为 20-30%之间，派息率设为 30%。并且假设在在 2009-2010 年其 ROA 水平为 0.9%，之后 5 年，银行的垄断利润逐步下降，其 ROA 下降到 0.7%。

在核心充足率下降到与接近充足率标准时进行再融资，每次融资规模为上年净资产规模的 30%。我们分别假设两个充足率标准，一个是核心充足率不到 8%时，次年进行再融资；一个是不到 5.5%时，次年进行再融资。我们后面还将基于这家虚拟银行来进一步的分析价值影响。

表 4: 虚拟银行在核心充足率要求 4%下未来 10 年资产负债结构和再融资

年份	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
规模增长率	NM	25.0%	23.0%	22.4%	21.8%	21.2%	20.6%	20.0%	18.9%	17.9%	16.8%
总资产	100	125	154	188	229	278	335	402	478	564	658
RWA	60	75	92	113	138	167	201	241	287	338	395
ROA	0.90%	0.91%	0.88%	0.84%	0.81%	0.77%	0.74%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
ROE	15.0%	17.2%	18.1%	18.9%	19.5%	19.9%	20.1%	20.1%	21.0%	21.6%	17.5%
净利润	0.9	1.1	1.3	1.6	1.8	2.1	2.5	2.8	3.3	3.9	4.6
净资产	6.0	6.6	7.4	8.4	9.5	10.8	12.3	14.0	16.0	18.3	26.3
财务杠杆	16.7	18.9	20.7	22.5	24.2	25.8	27.3	28.7	30.0	30.8	25.1
RoRWA	1.50%	1.52%	1.46%	1.40%	1.34%	1.28%	1.23%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%
核心充足率	10.0%	8.8%	8.1%	7.4%	6.9%	6.5%	6.1%	5.8%	5.6%	5.4%	6.7%
融资需求	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	需要	不需要

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

上表是虚拟银行核心资本充足率要求为 4%, 银行杠杆最大达到了 31 倍, ROE 达到了 22%。我们看到虚拟银行在未来 10 年内, 仅在 2019 年进行了一次再融资, 对于股东利益的摊薄也很少。

而下表是虚拟银行核心资本充足率要求为 7%, 银行最大财务杠杆仅有 22 倍, ROE 最高为 19%。我们看到在未来 10 年, 虚拟银行进行了 3 次的再融资, 分别在 2012、2014 和 2017 年, 平均 3 年融资一次。提高核心充足率的标准, 使得银行在杠杆倍数不高时, 利润留存能力再也不能达到之前的水平了。在虚拟银行模型中, 我们看到更高的资本充足率要求会带融资间隔的明显缩短, 次数增加了 3 倍。

表 5: 虚拟银行在核心充足率要求 7%下未来 10 年资产负债结构和再融资

年份	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
规模增长率	NM	25.0%	23.0%	22.4%	21.8%	21.2%	20.6%	20.0%	18.9%	17.9%	16.8%
总资产	100	125	154	188	229	278	335	402	478	564	658
RWA	60	75	92	113	138	167	201	241	287	338	395
ROA	0.90%	0.91%	0.88%	0.84%	0.81%	0.77%	0.74%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
ROE	15.0%	17.2%	18.1%	18.9%	15.7%	16.4%	13.5%	14.1%	15.3%	12.9%	13.9%
净利润	0.9	1.1	1.3	1.6	1.8	2.1	2.5	2.8	3.3	3.9	4.6
净资产	6.0	6.6	7.4	8.4	11.7	13.0	18.2	19.9	21.9	30.5	33.3
财务杠杆	16.7	18.9	20.7	22.5	19.5	21.3	18.4	20.2	21.9	18.5	19.8
RoRWA	1.50%	1.52%	1.46%	1.40%	1.34%	1.28%	1.23%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%
核心充足率	10.0%	8.8%	8.1%	7.4%	8.5%	7.8%	9.0%	8.3%	7.6%	9.0%	8.4%
融资需求	不需要	不需要	不需要	需要	不需要	需要	不需要	不需要	需要	不需要	不需要

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

很明显的新的资本充足率规定, 对于再融资的影响不是一次性的, 而是持续而长期的, 因此对于股东价值的影响也是较大的。

我们下来进一步来分析新的充足率规定对于银行价值的影响, 我们采用 DDM 模型进行估值。为了开始分析的简化, 我们开始依然用上面我们所假设的银行进行分析。由于模型数据量较大, 我们把详细的过程在附表中列出, 这里主要是介绍结论和敏感性分析, 及这些对于估值的影响。

我们用三阶段的 DDM 模型进行计算, 第一阶段是 2010 年到 2016 年, 在这一阶段, 虚拟银行保持了 20-25% 的规模增速; 第二阶段为 2016-2031 年, 在这一阶段银行的规模增速线性下降到 4% 的水平, 第三阶段为永续增长期, 我们假设在永续期, 虚拟银行的利润增速与规模增速一致, 为 4%。

我们还假设, 在虚拟银行的核心资本充足率高于监管标准不到 1 个百分点时, 在次年进行再融资, 融资方式为增发, 增发规模为上年净资产的 1/3, 增发价我们

假设增发 P/E 为 10-20 倍水平，具体高低取决于其未来三年的利润增速。

充足率要求的提高，对于估值影响很明显，我们可以看到核心充足率每提高一个百分点的要求，其 DDM 估值下降十分的明显。后面的原因是提高之后，每次再融资的间隔都明显缩短了，摊薄效应大幅增强了。

我们下面计算不同的充足率要求下，不同规模增速和不同核心充足率标准的估值。很明显充足率要求的提高对于估值有明显的负面影响，而这种影响对于规模增速较高的银行影响要明显较大。规模增速在 18% 的银行，DDM 估值下降了 18%，而规模增速在 32% 的银行估值则下降了 42%，我们的模型是相对简化的，具体的测算数值不是那么的重要，但可以很明显看到方面性的影响。

表 6: 虚拟银行核心充足率提高时，不同规模增速的银行 P/E 估值的下降

		规模增速										
		12.0%	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%	22.0%	24.0%	26.0%	28.0%	30.0%	32.0%
核心充足率要求	5.0%	17.8	19.3	20.9	23.2	26.2	29.7	34.4	39.6	45.2	49.8	57.1
	5.5%	17.8	19.3	20.9	23.2	26.2	29.7	34.4	39.6	41.8	47.9	54.6
	6.0%	17.8	19.3	20.9	23.2	26.2	29.7	32.6	36.4	40.8	45.7	51.6
	6.5%	17.8	19.3	20.9	23.2	26.2	28.6	31.2	35.0	39.1	42.8	49.2
	7.0%	14.5	17.3	20.6	21.0	20.6	25.9	25.3	32.0	31.8	39.7	39.2
	7.5%	15.3	15.2	18.6	19.0	23.1	24.0	23.4	30.2	30.5	36.5	37.5
	8.0%	12.7	15.2	15.4	19.1	19.8	20.1	24.9	25.5	30.6	32.1	31.5
	8.5%	12.9	12.8	15.8	16.4	16.5	20.4	20.8	20.7	26.2	26.4	33.1
	9.0%	10.7	13.2	13.3	13.5	17.0	17.1	17.0	21.2	21.5	26.6	26.8
	9.5%	10.8	10.7	13.4	13.7	13.9	17.2	17.2	16.9	21.3	21.3	21.0
	10.0%	8.1	10.2	10.3	10.3	13.2	12.8	12.3	15.7	15.5	14.9	19.3
目前估值下降		-29%	-21%	-26%	-18%	-24%	-32%	-28%	-36%	-27%	-33%	-42%
最大估值下降		-54%	-47%	-51%	-56%	-50%	-57%	-64%	-60%	-63%	-69%	-65%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

我们再来看不同的 ROA 水平对于银行估值的影响，ROA 较高的银行抵御能力要强的多。如果 ROA 高于 1%，事实上充足率提高对于估值的影响不大，但如果 ROA 在 0.5% 左右及以下，充足率提高的影响十分明显。

表 7: 虚拟银行核心充足率提高时，不同 ROA 水平的银行 P/E 估值的下降

		ROA										
		0.325%	0.400%	0.475%	0.550%	0.625%	0.70%	0.775%	0.850%	0.925%	1.000%	1.075%
核心充足率要求	5.0%	4.9	8.2	13.2	17.1	21.2	26.2	30.6	35.5	40.3	45.5	50.0
	5.5%	5.1	8.3	12.0	17.1	21.2	26.2	30.6	35.5	40.3	45.5	50.0
	6.0%	4.6	8.2	12.2	16.5	21.2	26.2	30.6	35.5	40.3	45.5	50.0
	6.5%	4.5	7.4	11.3	15.5	20.8	26.2	30.6	35.5	40.3	45.5	50.0
	7.0%	4.5	6.0	9.9	15.5	18.4	20.6	28.8	31.7	34.2	44.4	48.3
	7.5%	4.2	6.8	8.6	13.9	16.8	23.1	26.2	29.0	37.0	40.4	44.0
	8.0%	3.4	5.6	7.0	11.3	16.8	19.8	22.3	29.4	32.3	40.7	44.4
	8.5%	3.2	4.3	6.9	8.9	14.2	16.5	22.9	25.5	27.7	36.0	38.9
	9.0%	2.6	4.3	5.5	9.4	11.5	17.0	19.3	25.8	28.5	31.1	39.3
	9.5%	2.6	3.4	5.5	7.2	11.6	13.9	19.5	21.8	24.1	31.6	34.3
	10.0%	1.9	3.0	3.8	6.6	8.5	13.2	15.0	20.5	22.6	24.8	31.7
目前估值下降		-34%	-33%	-42%	-34%	-21%	-24%	-27%	-17%	-20%	-11%	-11%
最大估值下降		-48%	-48%	-54%	-45%	-46%	-35%	-37%	-27%	-29%	-32%	-21%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

我们可以用 RORWA 计算出各家银行在不进行再融资的情况下的可持续增速，可现实的情况下，各家银行都不会把自己的规模增速限制在 RORWA 的范围之内，因此也会不断的进行再融资。因此，我们需要计算现实环境中，再融资的价值的影

响。

我们的观点是：在更高的核心充足率的要求下，我们应给高 ROA 的银行更高的估值，而高增长给予的溢价应有所下降，因为规模高速扩张的成本已经大幅上升了，摊薄的次数大幅的上升了。投资者获得的是摊薄后的增长，即 EPS 的增长，而不是净利润的增长。与此同时，我们应该更关注高 ROA 和高 RORWA 的银行，他们可以提供更好的，持续的股东回报。

我们对于各家银行价值的判断，不仅仅是基于目前的资产盈利水平，更关注其未来资产盈利能力的变化趋势。提高资产盈利能力的方式主要包括提高息差、提高非息收入比重、降低成本收入比和降低信贷成本。

表 8：上市银行 ROA 分解

	2008A						1-3Q2009					
(%)	息差	非息	费用	拨备	所得税	ROA	息差	非息	费用	拨备	所得税	ROA
工商银行	2.83	0.48	-1.21	-0.60	-0.37	1.14	2.15	0.55	-1.02	-0.18	-0.34	1.17
建设银行	3.18	0.57	-1.40	-0.72	-0.38	1.25	2.37	0.62	-1.07	-0.25	-0.39	1.28
中国银行	2.52	0.76	-1.29	-0.70	-0.33	0.97	1.94	0.70	-1.06	-0.20	-0.33	1.06
交通银行	2.74	0.42	-1.21	-0.49	-0.31	1.16	2.02	0.40	-0.88	-0.30	-0.27	0.98
招商银行	3.26	0.53	-1.67	-0.36	-0.40	1.36	2.08	0.57	-1.34	-0.20	-0.24	0.87
中信银行	3.29	0.36	-1.48	-0.59	-0.40	1.18	2.44	0.28	-1.06	-0.17	-0.37	1.12
民生银行	2.95	0.41	-1.74	-0.63	-0.25	0.74	2.39	0.77	-1.49	-0.36	-0.34	0.98
浦发银行	3.02	0.27	-1.46	-0.36	-0.27	1.20	2.10	0.19	-0.93	-0.17	-0.29	0.90
兴业银行	2.87	0.36	-1.36	-0.37	-0.29	1.21	2.23	0.28	-1.07	-0.03	-0.31	1.09
华夏银行	2.59	0.17	-1.36	-0.77	-0.15	0.48	1.94	0.16	-1.07	-0.44	-0.14	0.45
深发展 A	2.95	0.42	-1.49	-1.72	-0.04	0.12	2.42	0.38	-1.33	-0.35	-0.23	0.90
北京银行	2.93	0.29	-0.98	-0.49	-0.40	1.35	2.31	0.17	-0.76	-0.10	-0.35	1.27
南京银行	2.91	0.66	-1.13	-0.55	-0.32	1.58	2.47	0.35	-0.97	-0.30	-0.25	1.30
宁波银行	3.20	0.50	-1.73	-0.28	-0.21	1.47	2.67	0.37	-1.44	-0.33	-0.13	1.13

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

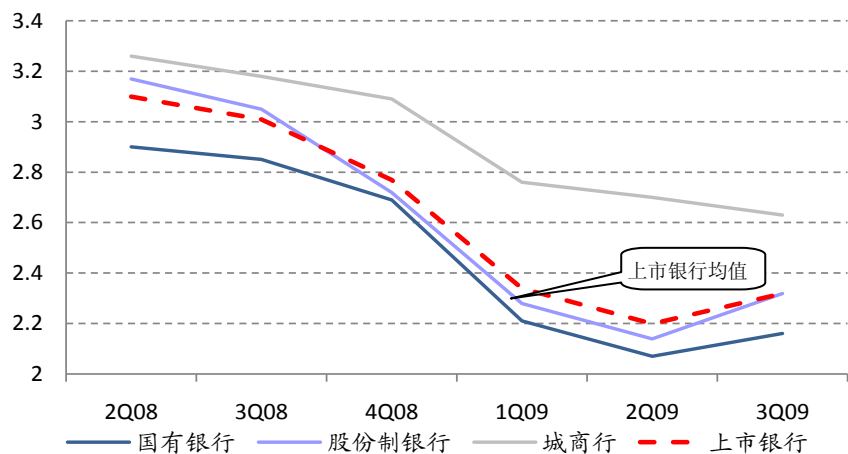
从静态的历史数据来看，ROA 高的大型银行及中型银行中的招商银行、兴业银行及小型银行。中信银行和民生银行在 2009 年也相对较高，不过可持续性不强。民生是得益于处置海通的股权，而中信银行在 2008 年 ROA 在中型银行里处于中流，而在 2009 年，中信银行的高 ROA 相当程度上来自于费用的大幅压缩，相对较高的传统息差。能保持持续高 ROA 的是工商银行、建设银行、招商银行。小型银行 ROA 较高，不过未来随着进一步的异地扩张，费用率会逐步上升，特别是费用率很低的北京银行，未来会有较大的上升空间。兴业银行 2009 年高 ROA 也部分来源于很低的拨备支出，这在长期也不可持续，但其非息收入还有较大的上升空间，未来 ROA 也会处于上市银行中较高水平。

营业收入主要取决于充足率和贷款利率上浮

贷款收益率将是 2010 年息差收入分化的主要原因

2009 年下半年随着刺激政策效用的发挥，宏观经济明年回暖，贷款供需局面有了明显的变化，银行在信贷高增长后进行的结构调整逐步带领贷款利率企稳回升。尤其是股份制银行，通过票据置换和一般性贷款的内部结构调整上升幅度最为明显。

图 1: 08 年以来各类上市银行息差走势情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

除深发展外, 其他 7 家股份制上市银行 3 季度的息差上升幅度均在 7% 以上, 远远高于国有银行和城市商业银行。我们认为, 票据置换和一般性贷款内部结构调整幅度、以及银行相对主要目标客户议价能力的上升强度是贷款利率上升幅度的几个主要决定因素。

表 9: 上市银行 1H08~1-3Q09 单季息差水平 (按期初期末余额计算)

	净息差 (NIM, %)						净利差 (NIS, %)					
	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
工商银行	2.87	2.79	2.81	2.25	2.10	2.17	2.72	2.63	2.65	2.12	1.99	2.08
建设银行	3.28	3.20	3.07	2.52	2.33	2.31	3.12	3.03	2.91	2.39	2.22	2.21
中国银行	2.59	2.54	2.45	2.02	1.91	2.02	2.39	2.34	2.26	1.88	1.80	1.92
交通银行	2.87	2.85	2.44	2.06	1.94	2.13	2.73	2.71	2.31	1.94	1.84	2.04
招商银行	3.55	3.20	2.88	2.28	1.96	2.11	3.41	3.06	2.75	2.18	1.88	2.02
中信银行	3.45	3.43	2.99	2.38	2.35	2.60	3.24	3.20	2.77	2.21	2.21	2.48
民生银行	3.16	3.08	2.89	2.49	2.24	2.52	3.00	2.91	2.73	2.36	2.14	2.44
浦发银行	3.16	3.16	2.68	2.07	2.04	2.22	2.97	2.98	2.58	1.95	1.96	2.14
兴业银行	3.07	2.92	2.64	2.25	2.14	2.34	2.89	2.73	2.48	2.11	2.01	2.24
华夏银行	2.82	2.65	2.19	1.84	1.90	2.07	2.71	2.51	2.01	1.68	1.77	1.95
深发展 A	2.98	2.90	2.76	2.69	2.34	2.37	2.80	2.72	2.62	2.61	2.28	2.33
北京银行	2.98	3.07	2.81	2.36	2.25	2.32	2.75	2.86	2.64	2.21	2.11	2.19
南京银行	3.04	2.86	3.11	2.63	2.58	2.46	2.69	2.49	2.74	2.40	2.40	2.33
宁波银行	3.48	3.50	3.07	2.90	2.83	2.81	3.17	3.21	2.88	2.76	2.72	2.69

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

从 2008 年 4 季度开始的息差下降及 2009 年 3 季度的反弹, 部分是由于存贷款再定价时间的不同。开始的息差的大幅下降部分是因为贷款再定价速度明显高于存款, 而 2009 年下半年贷款的再定价已经完全结束, 而存款还有部分再定价。生息率的持平 and 付息率的下降带来了息差的明显扩大。

表 10：上市银行 2007-2008 年负债结构

	存款/付息负债(%)						同业负债/付息负债(%)					
	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
工商银行	85.2	89.8	89.9	88.2	88.2	88.5	12.1	7.47	7.39	9.25	9.63	9.04
建设银行	87.6	89.3	90.0	88.2	88.5	88.4	9.48	7.90	7.25	8.61	8.54	9.05
中国银行	81.8	81.9	80.1	79.8	81.8	82.5	13.2	13.3	15.2	16.2	14.0	13.4
交通银行	79.1	79.9	73.7	74.3	75.4	76.3	17.4	16.3	22.9	22.6	21.3	20.1
大型银行	83.4	85.2	83.4	82.6	83.4	83.9	13.0	11.2	13.2	14.2	13.4	12.9
招商银行	79.4	82.2	83.8	84.2	81.6	82.1	17.3	12.3	11.4	11.0	13.5	13.4
中信银行	82.7	86.8	86.6	91.6	90.1	90.0	14.7	10.3	10.6	5.83	7.59	7.97
民生银行	75.5	78.4	78.6	83.7	79.5	81.9	19.5	16.3	16.2	10.6	16.4	13.7
浦发银行	86.1	80.6	74.7	74.6	78.5	81.4	7.55	13.6	20.1	21.3	18.0	15.6
兴业银行	61.2	64.2	65.1	69.6	71.2	69.9	30.5	25.5	26.6	22.4	22.0	22.8
华夏银行	74.5	74.6	68.9	72.8	73.0	71.3	20.1	19.7	25.7	21.9	22.4	24.4
深发展 A	80.8	82.3	78.7	79.4	79.6	79.2	15.5	14.2	18.0	17.6	17.3	17.7
中型银行	77.2	78.4	76.6	79.4	79.1	79.4	17.9	16.0	18.4	15.8	16.8	16.5
北京银行	84.0	81.5	82.4	82.8	87.1	88.9	12.7	13.4	13.0	12.3	8.11	7.21
南京银行	70.7	72.3	76.2	83.1	79.7	72.4	20.6	18.8	17.5	11.2	16.1	23.9
宁波银行	80.2	77.4	80.7	77.7	80.3	77.6	14.5	15.8	12.2	14.7	9.21	14.1
小型银行	75.4	74.8	78.4	80.4	80.0	75.0	17.5	17.3	14.8	13.0	12.7	19.0
上市银行	78.8	80.0	79.0	80.5	80.5	80.1	16.3	14.7	16.2	14.9	15.1	15.8

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

但存款的再定价也即将完全结束，我们从数据中也可以清晰的看出，在 3 季度付息率的下降已经较少，预计在 4 季度付息率的下降将仅仅是几个基点的水平。

因此，我们判断未来息差上升的幅度主要取决于几项变量，一项是贷款在资产中的占比，占比高的未来生息率上升较多；第二项是票据置换的空间，空间较大而且置换愿望较强的银行，息差上升空间较大（这在我们之前的报告《寻找高业绩弹性和安全估值的投资标的》有较为详细的论述）；第三项因素是对其目标贷款客户的定价能力的上升，这项变量是最难以判断，但有可能成为最大的影响因素。我们下面将主要对贷款收益率进行分析和判断。

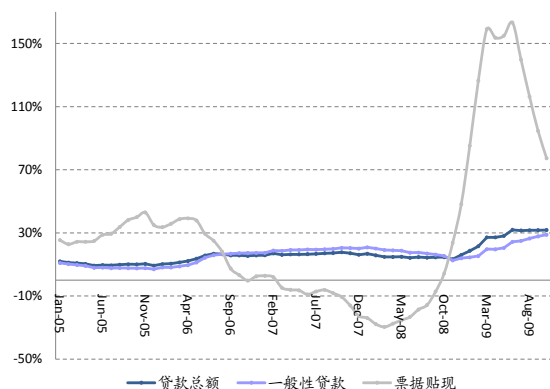
从结构调整看贷款利率的上升幅度的判断

部分银行还有贴现规模置换空间

贷款余额同比增速图（图 2）显示，票据融资余额的低基数效应使其波动较一般性贷款（这里为短期贷款和中长期贷款，不含委托及信托贷款和其他类贷款）幅度较大，且与一般性贷款的同比增速变化基本呈现反向走势，但在 08 年下半年信贷额度取消后，这种消长关系已经不存在，充裕流动性使票据融资和一般性贷款同时出现了大幅增长，09 年以来的票据新增规模最高（在 6 月）曾达到 1.7 万亿，这使得银行的贷款结构发生了较为显著的变化，给贷款收益率带来除降息因素外的进一步下挫压力，所谓的全行业的所谓“价量相补”并没有出现。

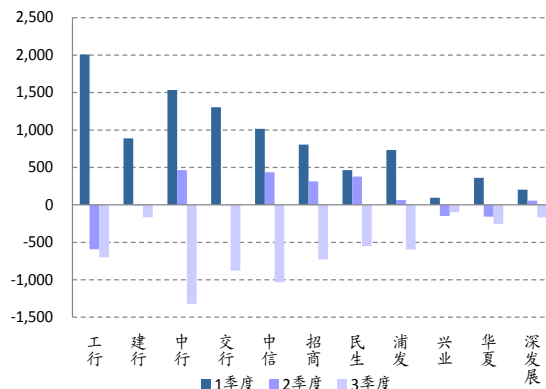
7 月开始，上半年发放的票据陆续到期，实体经济的贷款需求有了一定程度的上升，票据置换成为多数银行尤其是股份制银行贷款增长的最显著特征。但是，截至 09 年 10 月末，各行的票据贴现占比已经均回落至年初的水平，兴业、华夏等银行甚至远低于 08 年年末的水平。由此观察，我们不难看出，未来可能通过票据贴现规模的进一步收缩实现贷款收益率上升的空间已经很小，更多仍然依赖于银行自身相对目标企业议价能力的提升。

图 2: 各上市银行 09 年前三季度分别新增票据规模



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 3: 各上市银行 09 年前三季度分别新增票据规模



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

我们从下表可看到, 在 2009 年 10 月上市银行的票据在贷款中的占比已经较 6 月末的高点有了明显的下降, 全行业未来通过票据进行大规模置换的空间已经不大, 只是个别银行还有一定的置换空间。

表 11: 截至 10 月末各上市银行在信贷高增长周期中票据贴现比重变化 (%)

	工行	建行	中行	交行	中信	招商	民生	浦发	兴业	华夏	深发展
3Q2008	5.01	3.40	4.45	2.16	7.76	7.93	4.21	3.53	4.73	4.86	7.20
2008A	7.69	4.59	6.10	4.62	6.79	11.95	5.25	3.66	11.66	5.87	14.84
1Q2009	10.76	6.16	10.18	12.63	17.78	19.08	10.73	11.69	11.58	14.01	19.81
1H2009	9.23	5.89	10.57	11.66	19.68	19.78	13.11	11.29	8.26	9.67	20.39
3Q2009	7.69	5.33	6.21	5.95	8.97	12.79	7.04	5.06	6.22	3.61	14.69
2009.10	7.11	5.47	6.14	5.77	7.75	10.98	5.76	4.82	5.07	2.18	13.76

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

分公司观察, 参考各银行长期以来的票据占比均值, 未来票据贴现规模或存在下降空间银行包括工行、建行、中行、交行、招行和深发展。

下表为我们假设票据贴现占比下降 1 个百分点时息差的变化幅度, 这里看到, 华夏、民生、浦发、深发展、兴业、宁波都拥有对此较高的敏感度, 而招行、中行等较低。综合上面的分析, 我们不难发现, 票据贴现因子可以驱动贷款收益率上升幅度最多是深发展。

表 12: 票据贴现比重下降对息差的影响弹性 (%)

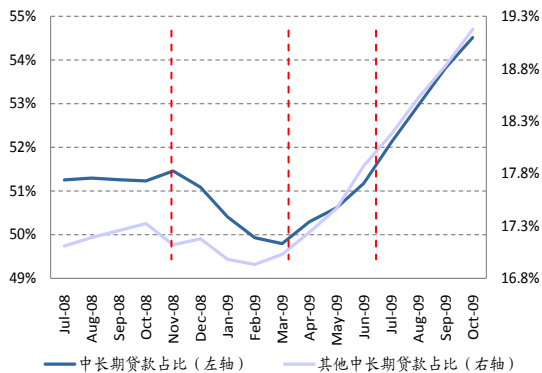
	工行	建行	中行	交行	招行	中信	民生	浦发	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
2H2009	0.43	0.44	0.28	0.56	0.34	0.61	0.9	0.63	0.55	1.17	0.48	0.34	0.41	0.57
2010E	0.56	0.56	0.31	0.63	0.28	0.69	1.35	0.96	0.76	1.00	0.83	0.46	0.62	0.95
2011E	0.51	0.55	0.34	0.6	0.32	0.73	1.38	1.16	0.79	1.01	0.85	0.5	0.63	0.91

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所

短期及中长期贷款结构

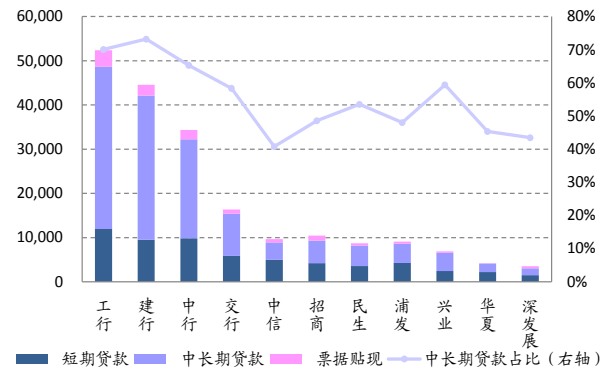
从贷款结构的调整更进一层, 我们关注一般性贷款中的短期和中长期贷款的规模分布情况: 从 2008 年中期向后观察发现 (图 4), 作为盈利能力相对最强的期限种类金融机构的中长期贷款两个拐点分别出现在 08 年 11 月和 09 年 1 季度末, 票据贴现的超常增长湮没了中长期贷款在政府投资拉动中的持续稳定扩张。4 月开始随着票据贴现增长速度的逐步放缓, 中长期贷款占比重新进入上升通道, 中期后进一步加速。

图 4: 金融机构中长期贷款及其他中长期消费贷款占比



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 5: 各上市银行 09 年 10 月末的贷款结构



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

从表 13 中我们可以看到, 虽然在信贷高增长周期中各行的中长期贷款占比均经历了一个先降后升的起伏过程, 但相比 08 年三季度末, 今年 10 月末除中信外的各上市银行 (这里数据仅包括国有和股份制上市银行) 的中长期贷款的比重仍然有一个较大幅度的上升, 这里也印证了积极财政政策下政府投资对于经济周期中信贷规模的拉动效用十分明显。从当前情况看, 中信、深发展、华夏、招行、浦发的中长期贷款占比仍在 50% 以下, 未来调整空间高于其他银行。

表 13: 截至 10 月末各上市银行在信贷高增长周期中长期贷款占比变化 (%)

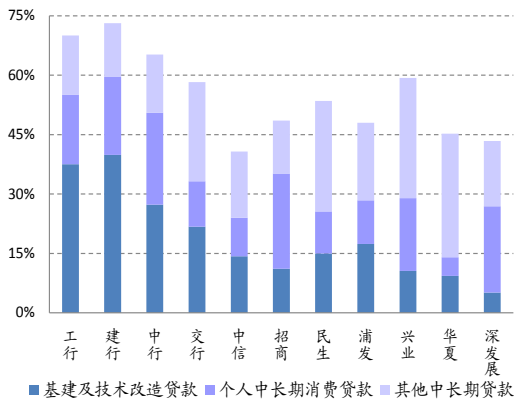
	工行	建行	中行	交行	中信	招商	民生	浦发	兴业	华夏	深发展
3Q2008	66.7	72.1	62.1	48.9	41.1	42.5	49.3	38.6	54.6	31.6	37.4
2008A	65.6	71.0	60.9	48.3	39.7	40.1	48.0	39.2	49.2	32.2	34.9
1Q2009	64.0	69.4	59.8	46.5	32.4	37.7	43.5	37.5	50.2	30.9	34.4
1H2009	67.4	71.3	61.3	50.6	32.1	39.7	46.1	41.3	54.8	36.0	36.4
3Q2009	69.4	72.9	64.9	57.3	39.6	46.2	52.3	47.4	58.3	43.8	42.1
2009.10	70.1	73.1	65.2	58.3	40.7	48.5	53.5	48.0	59.3	45.2	43.4

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

尽管通常情况下, 中长期贷款的盈利能力高于短期贷款和票据贴现, 但由于大量政府投资项目的开展和房贷利率 7 折优惠政策的实行使基建类贷款和个人中长期消费贷款的收益率大打折扣, 充分挖掘结构调整带来的贷款收益率上升潜力就需要进一步分解中长期贷款分类 (以下将除基建类中长期贷款和个人中长期消费贷款外的中长期贷款成为“其他中长期贷款”)。

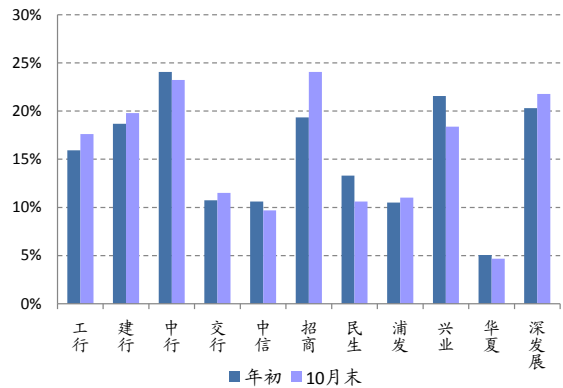
如图 6 所示, 其他中长期贷款需求的拐点均提前于中长期贷款整体的拐点发生, 这就说明, 作为宏观经济的先期指标之一, 其他中长期贷款的规模变化更能反映实体经济尤其是企业部门最真实、最及时的贷款需求变化情况, 也是银行受益议价能力提升趋势最大和最能产生公司个体收益差异的部分。

图 6: 截至 09 年 10 月各上市银行中长期贷款结构



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 7: 各上市银行 09 年年初及 10 月末的按揭余额占比



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

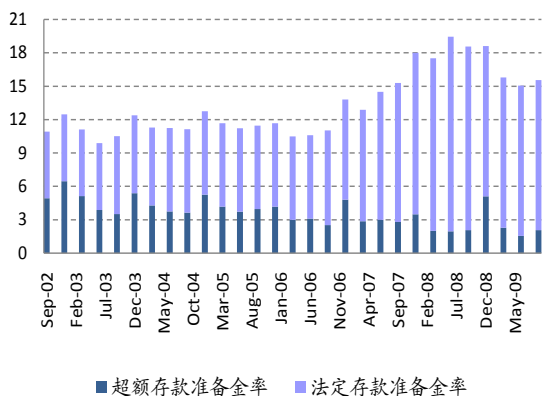
截至 09 年 10 月, 各上市银行 (这里数据仅包括国有和股份制上市银行) 中华夏、兴业、民生、交行的其他类中长期贷款占比均在 20% 以上, 远高于其他银行, 在由经济周期逐步转入监管周期的过程中, 在贷款投放整体规模受限的大背景下, 将较大受益于因可供信贷投放的资金面供求格局发生转折性变化所带来的银行议价能力上升趋势, 对于贷款收益率的提升贡献度较高。

综上所述, 在贷款结构调整驱动的贷款收益率改善的分析中, 深发展、华夏、招行和深发展等股份制银行、以及以工建为首的国有银行相对具有更大的改善空间和受益能力, 对息差的提升贡献度也更为明显。

历史贷款上浮比率变化

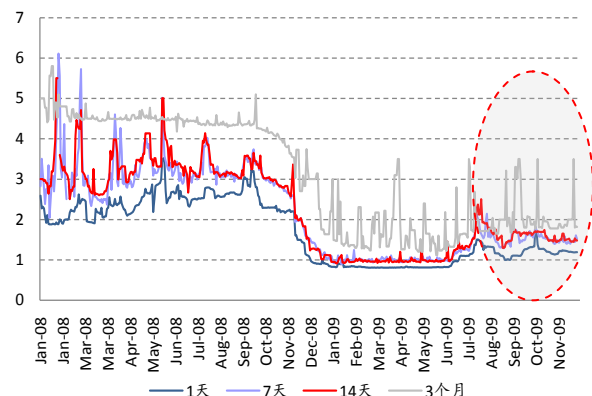
2009 年下半年, 由于信贷政策的微调、信贷供给增速明显下降, 加上通胀预期的提升及企业景气度上升, 资金面供求关系的变化推动银行贷款定价能力将有明显的上升。这种上升会反映在贷款利率的上升上, 主要表现为企业贷款利率的上浮, 票据贴现利率的上升, 及按揭贷款下浮幅度的缩小。

图 8: 02 - 09 年法定与超额存款准备金率变化情况



资料来源: 国信证券经济研究所

图 9: 08 年以来银行间同业拆借各期限利率变动情况

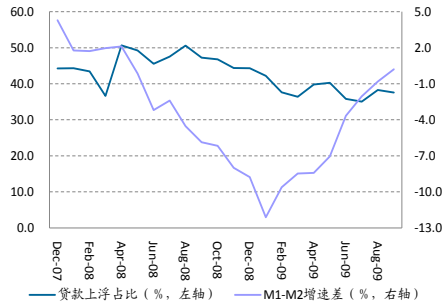


资料来源: 国信证券经济研究所

超额存款准备金自 08 年 12 月以来持续下降, 在信贷高速投放下流动性逐步趋紧, 6 月后的小幅反弹从结构上观察主要是股份制银行增加较多 (城商行和农业信用社等仍保持继续的下降), 我们认为可能是少数股份制银行因监管机构的约束

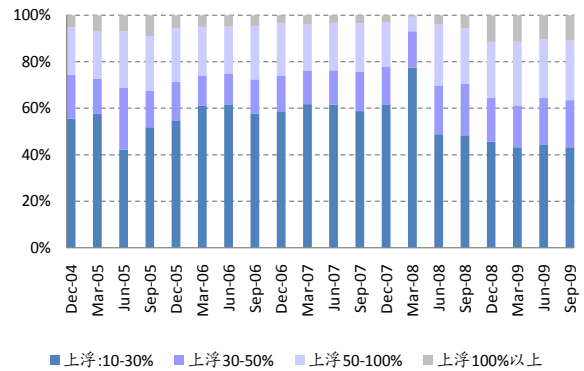
加强、为防范信贷过度投放导致的流动性风险而加大超额存款准备金的存放比例。与此同时，银行间同业拆借利率在今年中期后的回升说明了资金供给面的趋紧。

图 10: M1-M2 增速差与贷款上浮比例



资料来源：国信证券经济研究所

图 11: 02-09 年金融机构定期存款与贷款绝对规模差变化



资料来源：国信证券经济研究所

从图 10 中我们发现，在 M1-M2 增速差持续扩大、市场普遍预期经济回暖、资金需求上升的同时，利率上浮的贷款占比并没有出现明显和持续的上升趋势，在一定程度上甚至出现了趋降的势头，这说明银行对具有较高风险和收益的客户发放贷款仍较为谨慎，虽然经济正在回暖，但私人部门对于符合银行风控标准的贷款需求增速较低，新增贷款仍然以铁公基等定价能力较低的项目为主。与此同时，直接融资发展迅速，3 季度按揭贷款余额占比（按揭多为下浮）有所上升等可能都是造成上浮占比有所下降的原因。我们认为，“去产能化”是一个较为漫长的过程，实体经济的真实扩张需求和银行可承受贷款风险程度何时出现一个较为明显的上升趋势还有待宏观相关数据进一步的观察和后续支撑，银行贷款议价能力的提升空间可能低于市场预期。

事实上对于银行业，及各家银行贷款利率的上升幅度是很难预测和把握的，我们通过上面的分析的主要目的是为了模拟各家银行贷款利率上浮占比变动对息差乃至业绩影响的分化。

表 14: 贷款利率上浮占比变动对息差的影响弹性（%）

	工行	建行	中行	交行	招行	中信	民生	浦发	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
2H09	1.22	1.2	1.35	1.62	1.95	1.98	1.94	1.75	1.4	4.11	1.95	1.15	0.84	1.06
10E	2.37	2.28	2.36	3.4	4.45	4.2	4.49	4.52	3.13	6.06	4.21	2.56	2.02	2.41
11E	2.32	2.4	2.44	3.51	4.71	3.94	4.7	5.02	3.14	6.61	4.43	2.86	2.41	2.29

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

综合资金面供方、求方以及贷款利率上浮占比变动的息差弹性等因素，未来受益于银行议价能力上升的银行主要包括民生银行、宁波银行等。

综上所述，我们对于上市银行 2010 年净息差的预测如下，息差上升较多的主要是招商银行、民生银行、华夏银行。

表 15: 上市银行息差水平

	贷款利率 (%)			存款利率 (%)			净息差 (%)		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
工商银行	5.33	5.25	5.23	2.91	2.61	2.57	2.26	2.33	2.34
建设银行	5.53	5.39	5.40	3.09	2.62	2.58	2.33	2.38	2.36
中国银行	4.25	4.08	4.17	2.94	2.72	2.74	2.01	2.02	2.06
交通银行	5.17	5.23	5.22	3.42	3.28	3.18	2.24	2.31	2.28
招商银行	4.29	4.49	4.70	3.15	2.96	3.08	2.08	2.27	2.44
中信银行	4.94	4.89	4.88	2.92	2.72	2.87	2.49	2.55	2.64
民生银行	5.68	5.91	5.97	3.53	3.09	2.95	2.42	2.60	2.72
浦发银行	5.23	5.31	5.37	2.96	2.55	2.67	2.05	2.19	2.15
兴业银行	5.48	5.55	5.52	3.11	2.80	2.81	2.27	2.49	2.56
华夏银行	5.33	5.58	5.54	3.41	3.04	3.02	1.93	2.05	2.10
深发展 A	6.46	6.24	6.27	2.82	2.63	2.66	2.85	2.85	2.87
北京银行	4.99	4.89	4.91	3.28	2.93	2.73	2.23	2.16	2.21
南京银行	5.48	5.44	5.54	3.34	3.23	3.23	2.66	2.71	2.86
宁波银行	6.36	6.33	6.31	3.62	4.10	4.09	2.84	3.07	3.07

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

资本充足率对于贷款发放的力度会有重大的影响

下到单个的银行层面, 目标客户的选择、业务核心区域的经济状况和房地产市场情况显得尤为重要, 将是银行间贷款收益能力差异化发展的一个关键因素。我们认为, 民生、宁波、兴业等进攻性较强的股份制银行或将表现出一定的优势。这是在“求”的方面, “供”的方面在当前情况下看自然就是现有资本金充足率状况下的信贷投放能力 (当然, 通过风险资产权重结构的调整也可能释放一定的贷款投放空间)。

下表是各家银行的资本充足率, 可以看到三季度末除了中信银行以外的所有中型银行在 2010 年底前均有再融资的压力。截至目前, 民生银行通过 H 股 IPO 已经完成了 265 亿的资本金补充, 招行也将分别通过配股充盈 180 亿以内的资本金。

表 16: 上市银行 2Q08~3Q09 年资本充足率

	资本充足率 (%)						核心资本充足率 (%)					
	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
工商银行	12.46	12.62	13.06	12.11	12.09	12.6	10.33	10.51	10.75	9.97	9.97	9.86
建设银行	12.06	12.1	12.16	10.37	11.97	12.11	10.08	10.20	10.17	9.6	9.3	9.57
中国银行	13.78	13.89	13.43	12.34	11.53	11.63	10.85	10.04	10.87	9.88	9.43	9.37
交通银行	14.06	13.77	13.47	12.77	12.57	12.52	9.98	9.79	9.54	8.88	8.81	8.08
大型银行	13.09	13.10	13.03	11.90	12.04	12.22	10.31	10.14	10.33	9.58	9.38	9.22
招商银行	10.41	12.82	11.34	10.95	10.63	10.54	8.83	8.00	6.56	6.54	6.5	6.61
中信银行	14.28	14.66	14.32	13.42	12.04	11.24	12.34	12.88	12.32	11.47	10.45	9.84
民生银行	9.21	--	9.22	--	8.48	8.58	6.57	--	6.6	--	5.9	--
浦发银行	8.66	8.47	9.06	8.72	8.11	10.16	4.95	5.17	5.03	4.84	4.68	6.76
兴业银行	10.85	11.05	11.24	--	9.21	10.63	8.49	--	8.94	--	7.41	7.50
华夏银行	8.22	--	11.4	--	10.36	10.1	4.51	--	7.46	--	6.84	6.86
深发展 A	8.53	8.84	8.58	8.53	8.62	8.6	6.15	6.48	5.27	5.23	5.08	5.20
中型银行	10.02	11.17	10.74	10.41	9.64	9.98	7.41	8.13	7.45	7.02	6.69	7.13
北京银行	19.14	--	19.66	--	16.12	--	16.18	--	16.42	--	13.48	--
南京银行	25.59	--	24.12	--	15.2	13.21	22.56	--	20.68	--	13.31	11.63
宁波银行	17.02	16.44	16.15	14.78	12.84	11.25	15.5	15.00	14.60	13.44	11.56	10.02
小型银行	20.58	16.44	19.98	14.78	14.72	12.23	18.08	15.00	17.23	13.44	12.78	10.83
上市银行	13.16	12.47	13.37	11.55	11.41	11.01	10.52	9.79	10.37	8.87	8.77	8.44

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

由于从周期上看,信贷增长有近一半左右在 1 季度发放,上半年会发放 60-70% 左右的信贷。上半年的资本充足率会对全年的信贷投放带来较大的影响,我们预计 2010 年上半年或将是信贷规模增速分化较大的时期。

关注 2010 年营业支出的反弹压力

在“逆周期”监管下, 2010 年不良形成会有恢复性上升

同样基于上的对于流动性的判断,我们认为不良资产率在 2010 年仍会保持在较好水平, 2010 年上半年水平可能 2009 年下半年基本相当,不良率是一个滞后指标,我们注意到银行的不良资产形成在 2009 年下半年出现了大幅的下降,而这可能与上半年的流动性巨增有关,而 2010 年市场传言中的货币信贷紧缩,对于资产质量的影响可能到等到 2010 年下半年才会显现。

虽然我们判断, 2010 年银行业上半年的资产质量稳定,但如果对于下半年预期恶化,银行板块估值将会出现较大幅度下降,因此,我们分析在中期影响银行资产质量的因素。我们认为影响因素主要有三方面:一是宏观经济的景气度,企业的普遍盈利水平;二是,流动性转为适度水平的速度,及流动性对于资产价格的影响;三是产业结构的调整,如果“调结构”会对目前一些行业的过剩产能进行控制,必然会带来一部分企业的停产和关闭,这也明显影响银行的资产质量。

上面三项因素,除第一项以外,后两项均对资产质量有一定的负面影响。不过,对于政策幅度的把握是较为困难的,我们更多只能是跟踪政策的变化和影响。但在 2010 年资产泡沫破灭的可能性不大,其不良形成率较大的可能是出现恢复性的上升,我们假设的 2010 年不良形成率为行业 2006 年经济处于非高涨期的水平。

信贷成本预测更多取决于动态监管思路

不过,对于 2010 年银行业整体拨备支出,我们认为预测会比不良形成率的判断更容易。原因是,在 2010 年银行的拨备支出水平,不完全取决于其资产质量的好坏,我们在前面的分析中已经说到了银监会动态拨备的思路,这代表着银监会将按其对未来宏观经济和资产质量主观预测,来判断合适的拨备计提水平。因此,我们认为如果 2010 年流动性使得银行资产质量持续好转,银监会有可能进一步提高其对于拨备覆盖率所要求的水平;反之,如果不良形成率略有上升,银监会很可能保持目前拨备覆盖的标准。

我们认为在 2010 年,上市银行整体的信贷成本会有所回升,一方面是我们判断不良形成率可能略有上升,另一方面是在银监会动态拨备政策的指导下,其拨备水平将逐渐接近长期信贷违规损失率的水平,而 2009 年上市银行整体信贷成本是偏低的。

因此,在做盈利预测时,我们并不会认为在 2010 年,银行板块整体的拨备支出会对利润有所反哺,反而认为部分在 2009 年拨备支出较少的银行,在 2010 年会有较大的拨备支出反弹的压力。对于这种反弹的压力,我们主要从其不良资产形成率、拨备充足率和 2009 年拨备支出水平来进行判断。

我们的思路是,如果一家银行在过去一段时间,其拨备支出水平要高于其不良形成的,其在未来拨备计提的压力会较小。此外,我们也观察其拨备覆盖水平,不过,我们更关注拨备充足率的情况,而不完全关注拨备覆盖率,因为拨备覆盖率很容易因为大幅度的不良核销而大幅的上升。

先以 2007 年末到 2009 年 3 季末进行分析，以各家银行的累计不良形成率和累计信贷成本进行对比，我们可以看到在此期间工商银行、建设银行、深发展、北京银行的信贷成本要明显高于其不良的形成；我们再以更近期的数据进行对比，既 2009 年前 3 季度，我们看到中国银行和建设银行拨备计提较多，信贷成本高于不良形成率较多。

表 17：上市银行 1H08~1-3Q09 单季息差水平（按期初期末余额计算）

	2007~1-3Q2 009 不良形成	2007~1-3Q2 009 信贷成本	差距	2008~1-3Q2 009 不良形成	2008~1-3Q2 009 信贷成本	差距	拨备充足率	拨备覆盖率
工商银行	0.18%	1.06%	0.87%	0.00%	0.27%	0.27%	140%	148%
建设银行	0.23%	1.18%	0.95%	-0.10%	0.33%	0.44%	144%	161%
中国银行	0.00%	0.73%	0.73%	-0.15%	0.22%	0.37%	131%	145%
交通银行	0.65%	1.21%	0.56%	0.21%	0.45%	0.24%	116%	131%
招商银行	0.15%	0.78%	0.64%	0.06%	0.27%	0.21%	133%	245%
中信银行	0.17%	0.81%	0.65%	0.06%	0.20%	0.14%	99%	160%
民生银行	0.42%	1.18%	0.76%	0.06%	0.36%	0.29%	99%	179%
浦发银行	0.40%	0.70%	0.30%	-0.01%	0.20%	0.21%	138%	213%
兴业银行	0.14%	0.67%	0.54%	0.03%	0.06%	0.02%	109%	226%
华夏银行	0.99%	1.89%	0.90%	0.45%	0.61%	0.15%	140%	161%
深发展 A	0.48%	3.14%	2.67%	0.19%	0.55%	0.36%	81%	153%
北京银行	-0.19%	0.99%	1.17%	-0.12%	0.17%	0.29%	120%	213%
南京银行	0.76%	1.48%	0.73%	0.28%	0.51%	0.23%	142%	173%
宁波银行	0.94%	0.46%	-0.48%	0.24%	0.33%	0.09%	91%	168%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

在此之外，我们再来观察拨备覆盖的情况，从充足率的角度来看，覆盖水平较高的是工商银行、建设银行、招商银行、浦发银行、华夏银行和南京银行。**综合来看，我们认为工商银行、建设银行、招商银行在 2010 年拨备支出增长的压力较低。**

表 18：上市银行资产质量及拨备支出

	不良贷款率（%）			不良净形成率（%）			信贷成本（%）		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
工商银行	1.64	1.57	1.61	0.02	0.36	0.48	0.41	0.46	0.53
建设银行	1.53	1.45	1.57	-0.07	0.26	0.45	0.42	0.47	0.53
中国银行	1.65	1.57	1.63	0.00	0.68	0.82	0.66	0.76	0.86
交通银行	1.20	1.18	1.27	0.33	0.45	0.61	0.71	0.65	0.64
招商银行	0.78	0.66	0.67	0.09	0.16	0.29	0.32	0.20	0.48
中信银行	0.91	0.86	0.94	0.12	0.32	0.55	0.28	0.40	0.53
民生银行	0.78	0.70	0.76	0.14	0.40	0.53	0.38	0.36	0.51
浦发银行	0.91	0.88	0.90	0.10	0.44	0.51	0.37	0.54	0.47
兴业银行	0.59	0.60	0.78	0.05	0.19	0.41	0.16	0.43	0.46
华夏银行	1.54	1.37	1.31	0.58	0.43	0.47	0.67	0.43	0.62
深发展 A	0.70	0.85	1.02	0.31	0.41	0.55	0.65	0.58	0.73
北京银行	0.91	0.71	0.66	-0.11	0.23	0.32	0.10	0.24	0.53
南京银行	1.33	1.24	1.24	0.45	0.45	0.53	0.61	0.59	0.74
宁波银行	0.83	0.99	1.13	0.38	0.75	0.87	0.47	0.78	0.98

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

寻找 2010 年费用支出反弹压力较小的银行

与拨备支出一样，很多上市银行在 2009 年进行了大幅的压缩，我们认为过大幅度的压缩，将在 2010 年带来较大的营业费用支出反弹，我们下面将寻找反弹压力较小的银行。

我们对于各家银行 2010 年费用的反弹幅度进行判断，我们分析的依据主要是

各家银行在 2008-2009 年网点和固定资产的增速，我们本来想对于员工人数的影响也进行分析，但由于新劳动法，各家银行把以前的编外员工计入编内，这使得 2009 年的员工人数与之前不再可比。

表 19：上市银行 2007-2008 年费用及网均费用增长

	费用同比增速(%)				网点平均费用增速(%)			
	1H2008	2008A	1H2009	1-3Q2009	2007A	1H2008	2008A	1H2009
工商银行	19.3	4.42	0.60	9.28	45.7	24.5	7.2	2.4
建设银行	21.2	17.7	-0.27	2.33	24.7	22.9	18.9	0.5
中国银行	26.7	9.96	2.57	0.85	25.2	29.9	11.6	3.7
交通银行	27.1	18.9	-6.89	1.35	25.9	26.3	19.2	-6.0
大型银行	23.6	12.7	-1.00	3.45	30.4	25.9	14.2	0.1
招商银行	46.8	41.7	20.0	21.5	33.4	28.7	23.4	3.7
中信银行	50.0	36.3	-17.5	-14.6	15.0	38.4	24.0	-25.6
民生银行	32.3	27.3	10.2	19.2	19.5	10.1	8.0	-4.8
浦发银行	61.5	32.9	-25.9	-5.83	27.3	46.8	16.2	-37.1
兴业银行	34.8	29.3	-0.52	0.51	40.3	22.0	16.1	-12.0
华夏银行	33.0	26.6	5.83	6.07	30.2	31.5	24.3	-3.4
深发展 A	34.1	24.2	18.1	18.8	25.7	29.0	17.1	8.3
中型银行	41.8	31.2	1.44	6.52	27.4	29.5	18.5	-10.1
北京银行	74.9	50.5	-9.23	3.13	15.7	62.2	38.1	-18.1
南京银行	30.1	40.4	28.0	31.9	3.1	22.1	34.1	22.8
宁波银行	62.8	67.3	29.3	29.6	32.6	54.3	54.2	16.3
小型银行	46.4	53.9	28.6	30.8	17.1	46.2	42.2	7.0
上市银行	36.9	29.0	4.88	9.31	26.0	32.1	22.3	-3.5

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

从上表中可以看到，中信银行、浦发银行、兴业银行和北京银行在 2009 年上半年其网点平均费用压缩幅度是很大的。大型银行除交通银行外，网点平均费用均有小幅的增长；中型银行里，招商银行、民生银行、华夏银行、深发展费用没有过分压缩。此外，南京和宁波银行，都保持了网点平均费用的适合水平。

表 20：上市银行 2007-2008 年固定资产增长及资产占比

	固定资产同比增速 (%)				固定资产/存款总额 (%)			
	1H2008	2008A	1H2009	1-3Q2009	1H2008	2008A	1H2009	1-3Q2009
工商银行	-0.54	7.33	6.70	6.79	1.03	1.03	0.87	0.85
建设银行	12.7	13.4	12.7	10.3	0.98	1.00	0.84	0.82
中国银行	3.63	8.17	16.0	21.2	1.87	1.90	1.69	1.73
交通银行	19.4	11.8	11.4	7.68	1.42	1.53	1.21	1.21
大型银行	8.81	10.2	11.7	11.5	1.32	1.37	1.15	1.15
招商银行	18.6	73.8	55.8	-0.86	0.86	0.86	1.13	0.91
中信银行	4.25	2.38	0.61	1.18	1.07	1.01	0.91	0.73
民生银行	7.60	9.02	11.4	11.0	0.89	0.78	0.83	0.61
浦发银行	5.69	13.1	14.5	9.42	0.73	0.65	0.66	0.51
兴业银行	21.7	19.4	18.7	16.2	0.81	0.81	0.78	0.62
华夏银行	11.3	11.5	6.90	5.26	0.89	0.89	0.90	0.77
深发展 A	-2.69	4.57	7.42	15.2	0.71	0.56	0.58	0.50
中型银行	9.48	19.1	16.5	8.20	0.85	0.79	0.83	0.66
北京银行	-4.24	5.54	2.93	-3.47	0.64	0.60	0.56	0.45
南京银行	22.0	84.5	70.2	68.7	0.97	1.07	1.46	1.09
宁波银行	29.0	18.7	38.1	29.9	1.57	1.46	1.36	1.34
小型银行	25.5	51.6	54.1	49.3	1.06	1.04	1.12	0.96
上市银行	11.7	21.4	20.8	15.5	1.03	1.01	0.98	0.87

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

网点平均费用的压缩主要是员工费用的压缩,而非员工费用特别是折旧费用刚性较高,压缩较难,固定资产的增速对于这部分费用有较大的影响。对此,我们主要从两方面进行把握,一个是近期固定资产的增速,很显然增速较高的银行在近期折旧费用会有较大的反弹,从这个角度来看,中国银行、兴业银行、深发展,及南京和宁波银行在近期的折旧费用增长会较快。

另一方面,我们还关注固定资产与存款的比值,这里我们是把存款看成是银行的核心负债,这部分负债是银行客户基础和市场份额的体现,而固定资产不论是网点还是 IT 系统,都是对客户和市场份额的支持。如果这一比例较低,未来需要追回固定资产投资的可能性较大,从这个角度来看,浦发银行、深发展和北京银行比例明显较低,在中长期追加固定资产投资,进而推高费用的可能性较大。

基于我们上面的分析,我们对各家银行的经营费用预测如下,较多的考虑了压缩后的费用支出反弹。

表 21: 上市银行费用水平预测

	费用收入比 (%)			费用增速 (%)			员工费用增速 (%)		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
工商银行	31.7	29.6	28.5	6.22	11.8	11.0	1.33	12.1	10.5
建设银行	32.3	29.5	27.7	1.80	8.44	8.43	1.31	9.25	9.32
中国银行	33.6	33.9	32.9	3.34	13.7	12.8	-2.69	10.9	10.8
交通银行	28.3	31.4	31.3	-8.23	35.4	18.0	-25.1	72.8	25.2
招商银行	44.4	48.0	45.6	9.75	38.0	24.7	-4.18	44.4	24.5
中信银行	35.7	38.5	38.5	0.69	31.9	23.2	-10.0	40.6	21.3
民生银行	43.6	47.0	46.8	18.7	27.8	29.6	8.28	23.7	28.7
浦发银行	35.3	39.0	40.6	-1.11	38.5	27.7	-14.2	50.1	32.4
兴业银行	37.1	36.1	35.6	10.4	31.9	22.0	-0.41	46.0	25.2
华夏银行	49.2	48.8	47.1	12.4	19.5	15.8	10.4	22.7	14.8
深发展 A	40.2	37.4	37.4	17.4	21.0	19.7	20.2	24.0	21.6
北京银行	26.0	28.6	28.2	4.90	40.3	29.4	-19.2	64.8	35.5
南京银行	29.7	25.3	20.9	23.1	17.8	21.5	8.85	3.92	15.5
宁波银行	40.1	35.7	32.7	17.8	25.7	25.6	29.2	27.1	27.1

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

推荐受“逆周期”监管影响小的银行

2010 年银行板块业绩预测分歧不大

我们综合上述的分析,整体认为银行在 2010 年业绩平均增速在 20-30%左右,这方面市场分歧不大,我们与市场可能最大的分歧主要是,我们较多的考虑了 2010 年拨备和费用支出的反弹。我们主要预测如下。

表 22：上市银行收入及利润增长

	营业净收入增长 (%)			拨备前利润增长 (%)			净利润增长 (%)		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
工商银行	-1.0	20.0	15.2	-4.33	24.7	17.2	17.5	24.2	15.0
建设银行	-3.1	18.6	15.3	-6.01	24.6	18.2	15.4	23.9	16.2
中国银行	3.1	12.6	16.5	2.68	13.3	18.5	20.2	12.5	16.2
交通银行	1.7	22.1	18.3	6.03	17.4	18.3	0.5	17.8	18.9
招商银行	-9.0	27.8	31.3	-21.5	18.7	38.0	-19.9	21.8	22.2
中信银行	-7.1	22.4	23.2	-11.7	16.8	23.3	5.5	5.9	15.1
民生银行	16.7	18.6	30.1	18.6	9.19	31.0	55.4	6.2	20.6
浦发银行	3.3	25.7	22.6	5.91	18.2	18.2	-0.7	6.8	21.5
兴业银行	3.7	35.6	23.6	-2.18	40.4	24.9	12.9	25.9	24.1
华夏银行	-5.5	20.5	20.0	-18.6	24.4	25.0	1.8	45.8	14.3
深发展 A	5.0	30.1	19.7	-0.72	37.2	19.7	713.5	38.1	10.5
北京银行	-5.6	27.4	31.6	-12.0	25.7	32.8	9.3	18.0	17.0
南京银行	5.2	38.5	46.5	-2.38	48.6	56.0	6.6	43.6	52.1
宁波银行	18.1	41.1	37.2	21.3	53.3	44.4	15.9	30.1	31.5

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

基于上面的判断，我们来看各家银行的资产盈利水平，很明显大型银行的 ROA 较高，如果我们来看 RORWA（风险加权资产收益率），大型银行优势则更加明显。在中小型银行里较多的是招商银行、兴业银行、深发展和城商行。

表 23：上市银行资产盈利能力

	ROAE (%)			ROAA (%)			RORWA (%)		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
工商银行	20.3	22.5	23.0	1.17	1.26	1.27	2.30	2.48	2.49
建设银行	20.9	22.4	22.8	1.20	1.27	1.28	2.28	2.43	2.45
中国银行	14.8	15.3	16.3	0.95	0.93	0.98	1.46	1.47	1.54
交通银行	18.6	20.0	20.8	0.91	0.91	0.92	2.01	2.02	2.06
招商银行	18.9	18.0	19.2	0.88	0.83	0.82	1.57	1.55	1.51
中信银行	14.0	13.3	13.9	1.03	0.89	0.87	1.27	1.11	1.05
民生银行	19.1	13.8	14.8	0.95	0.79	0.76	1.19	1.00	0.97
浦发银行	23.5	16.4	15.1	0.81	0.70	0.68	1.20	1.01	0.99
兴业银行	23.9	20.2	20.3	1.08	1.08	1.12	1.70	1.76	1.81
华夏银行	11.0	14.5	14.8	0.40	0.51	0.50	0.76	0.93	0.90
深发展 A	25.7	23.7	22.1	0.93	1.06	0.98	1.36	1.57	1.46
北京银行	16.5	17.5	18.5	1.24	1.11	1.00	2.14	1.86	1.63
南京银行	13.2	17.2	22.9	1.23	1.27	1.41	1.79	1.82	1.97
宁波银行	15.1	13.0	15.3	1.20	1.18	1.14	1.72	1.60	1.46

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

由于目前市场对于银行板块盈利增长的预期分歧不大，我们下面主要从估值和事件驱动的角度对银行板块及各股进行判断。

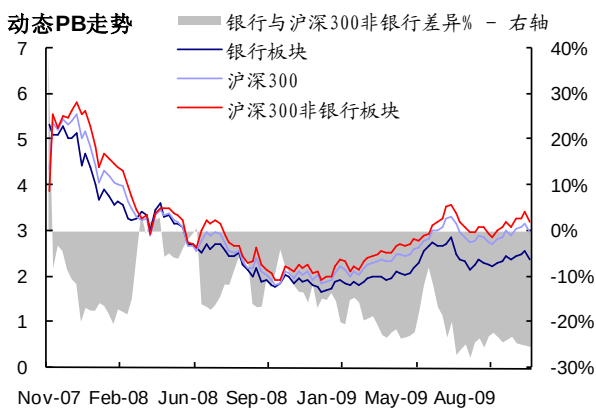
相对估值偏低，短期有一定的估值修复空间

银行板块当前动态 PB 约为 2.39 倍，动态 PE 为 13.7 倍，银行板块落后于沪深 300 的估值差异为 36%，PB 估值落后约 19.7%。从 A 股历史以及国际市场看，该动态 PE 的差异幅度处于历史较高左右。

表 24: 银行板块与沪深 300 及非银行板块动态 PE、PB 及估值差异

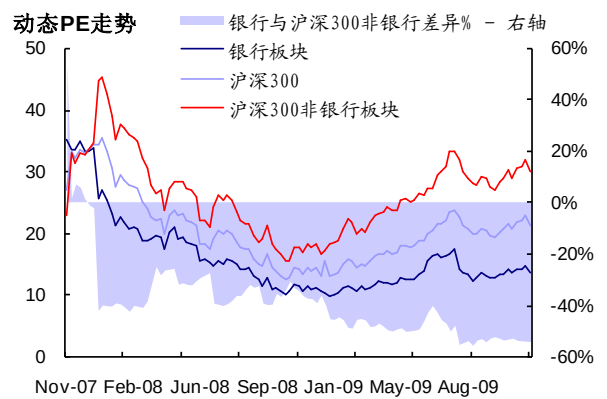
日期	PB 2009					PE 2009				
	银行板块	沪深 300	沪深 300 剔除银行	银行板块与沪深 300 非银行估值差异%	银行板块与沪深 300 估值差异%	银行板块	沪深 300	沪深 300 剔除银行	银行板块与沪深 300 非银行估值差异%	银行板块与沪深 300 估值差异%
2008-12-31	1.77	1.96	2.13	-16.7%	-9.6%	10.3	13.3	17.2	-40.1%	-22.7%
2009-10-30	2.38	2.90	3.09	-23.0%	-18.0%	13.6	20.9	29.0	-53.0%	-34.6%
2009-11-20	2.56	3.18	3.41	-25.0%	-19.5%	14.7	22.9	32.0	-54.2%	-35.8%
2009-11-27	2.39	2.98	3.20	-25.3%	-19.7%	13.7	21.4	30.0	-54.4%	-36.0%

图 12: 银行板块与沪深 300 非银行板块动态 PB (截至 2009.11.27)



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 13: 银行板块与沪深 300 非银行板块动态 PE (截至 2009.11.27)

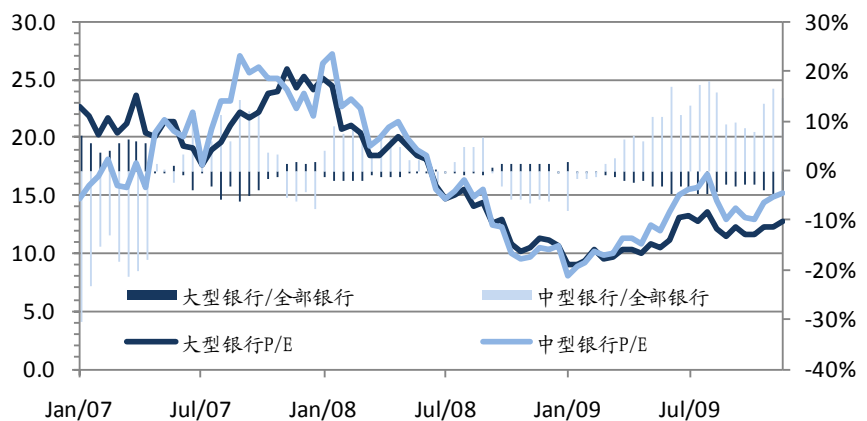


资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

银行板块目前估值核对较低, 1 季度业绩增速会有明显的上升有可能成为催化剂, 这主要是得益于息差的上升和规模的大幅扩张, 带来的收入和利润增长。不过, 在中长期, 银行板块会面临一些压力。

在关注了银行板块整体的估值后, 我们来关注板块内的估值比价, 我们看到从 P/E 上看, 大型的估值在板块内处于相对的低位, 与中型银行的估值差距也处在历史的最大水平左右。

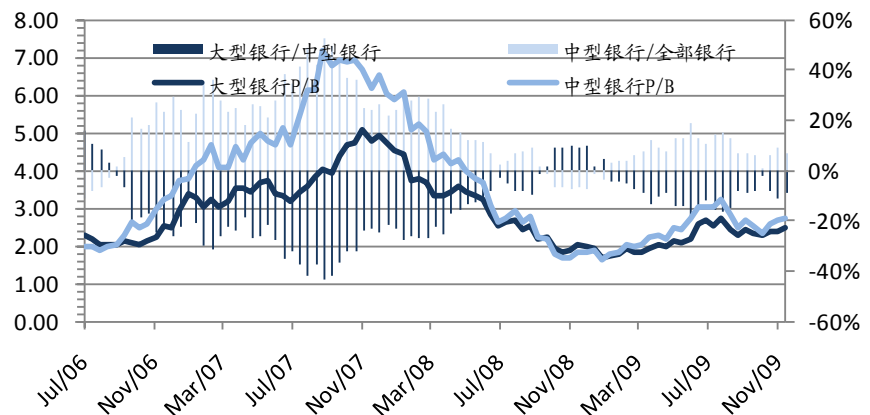
图 14: 大中型银行 P/E 估值对比



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

我们再来看大中型银行 P/B 估值的对比,我们看到大型银行的估值相对优势有所弱化,主要原因是在在 2007 年,由于大型银行 IPO 后不久,充足率较高,因此 P/B 相对较低,目前大中型银行的充足率差距已经较 2007 年有明显的缩小,加上市场较 2007 年的气氛有了明显的不同,5-7 倍的 P/B 已经不可能再出现。因此,目前大行的估值仍相对较低。因此从估值修复的角度来看,银行板块中大型银行修复的空间更大

图 15: 大中型银行 P/B 估值对比



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

监管政策对于融资和业绩影响会逐渐加强

目前市场对于银行板块 2010 年的业绩增速分歧不大,因此我们把分析的重点放在了监管周期对于银行板块的影响上。我们认为近期之前,由于之前的政策调整带来了较大的市场心理和股价的影响,银行业对此也存在一定的反动意见,因此银监会不太可能出台进一步收紧监管的政策,监管收紧的负面影响将在 2009 年被逐渐消化,在 2010 年,随着宏观经济的进一步转暖,我们猜测银监会有可能逐步推出进一步的监管收紧的政策,依然可能是更严格的资本充足率计算方法和更高的拨备覆盖水平。

此外,我们也担心在 2010 年 1 季度之后,银行的融资行为带来的冲击,融资主要体现在中小银行,及全国性银行的 IPO 上。工商银行、建设银行和中国银行很有可能通过减少分红来避免进行再融资,但整体仍会对估值带来压力,而且如之前分析的,高增长的银行未来的融资压力是持续的,融资的间隔会明显缩短。因此,我们认为从 2010 年全年来看,银行板块基本应是同步大盘的。

我们的选股思路是:受“逆周期”监管政策负面影响较小,2010 年增长较为确定的银行。这主要是核心资本充足率较高,ROA 和 RORWA 较高,而估值较低的工商银行和建设银行。及已经完成增发充足率能保证未来 2-3 年高速增长,贷款利率上浮空间较大的民生银行;及 ROA 最低,但有可能出现最大斜率改善的华夏银行,我们预期华夏银行的资本充足率问题能较为顺利的通过向首钢为主企业的定向增发得到解决。

表 25: 上市银行盈利预测及估值表 (截至 2009.12.2)

公司代码	公司名称	股价 (人民币)	P/E(X)				P/B(X)				P/PPoP(X)			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
601398	工商银行	5.41	16.3	13.9	11.2	9.7	3.00	2.68	2.37	2.10	9.0	9.4	7.5	6.4
601939	建设银行	5.97	15.1	13.1	10.5	9.1	2.99	2.52	2.21	1.94	8.2	8.7	7.0	5.9
601988	中国银行	4.30	17.2	14.3	12.7	10.9	2.33	2.13	1.96	1.78	8.3	8.1	7.1	6.0
601328	交通银行	8.43	14.5	14.5	12.3	10.3	2.84	2.62	2.30	2.00	8.7	8.2	7.0	5.9
600036	招商银行	17.24	17.0	21.2	17.4	14.2	4.47	3.26	2.93	2.54	11.1	14.2	11.9	8.7
601998	中信银行	6.61	19.4	18.4	17.3	15.1	2.71	2.43	2.21	1.99	10.7	12.1	10.3	8.4
600016	民生银行	7.67	21.5	13.9	13.1	10.8	3.15	1.91	1.71	1.51	10.0	8.4	7.7	5.9
600000	浦发银行	22.11	14.4	14.5	15.0	12.4	4.33	2.73	2.03	1.75	9.5	9.0	8.4	7.1
601166	兴业银行	39.97	17.6	15.6	14.1	11.3	4.08	3.38	2.51	2.12	11.5	11.7	9.5	7.6
600016	华夏银行	11.17	18.2	17.8	12.2	10.7	2.03	1.88	1.68	1.50	6.3	7.7	6.2	4.9
000001	深发展	25.30	141.9	17.4	12.6	11.4	5.31	3.27	2.72	2.32	10.7	10.8	7.9	6.6
601169	北京银行	17.81	20.5	18.7	15.9	13.6	3.28	2.90	2.63	2.37	12.6	14.3	11.4	8.6
601009	南京银行	17.60	22.2	20.8	14.5	9.5	2.86	2.65	2.35	2.01	14.5	14.9	10.0	6.4
002142	宁波银行	25.32	55.8	45.3	35.9	27.6	8.44	4.98	4.53	4.02	41.8	34.4	22.4	15.5
1398	工商银行 H	5.94	17.9	15.2	12.3	10.7	3.29	2.94	2.60	2.30	6.4	6.5	5.4	4.7
0939	建设银行 H	6.34	16.0	13.9	11.2	9.6	3.18	2.68	2.34	2.06	8.7	9.2	7.4	6.3
3988	中国银行 H	3.93	15.7	13.1	11.6	10.0	2.13	1.94	1.79	1.63	7.6	7.4	6.5	5.5
1328	交通银行 H	8.24	14.2	14.1	12.0	10.1	2.78	2.56	2.24	1.96	8.5	8.0	6.8	5.8
3968	招商银行 H	18.55	18.3	22.8	18.7	15.3	4.81	3.51	3.15	2.73	12.0	15.3	12.9	9.3
0998	中信银行 H	6.04	17.7	16.8	15.8	13.7	2.47	2.22	2.02	1.82	9.7	11.0	9.4	7.7
公司代码	公司名称	评级	EPS (元)				BVPS (元)				PPoPPS (元)			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
601398	工商银行	推荐	0.33	0.39	0.48	0.56	1.81	2.02	2.29	2.58	0.60	0.58	0.72	0.84
601939	建设银行	推荐	0.40	0.46	0.57	0.66	1.99	2.37	2.70	3.08	0.73	0.69	0.86	1.01
601988	中国银行	中性	0.25	0.30	0.34	0.39	1.84	2.02	2.20	2.41	0.52	0.53	0.60	0.71
601328	交通银行	谨慎推荐	0.58	0.58	0.69	0.82	2.96	3.22	3.67	4.21	0.97	1.03	1.21	1.43
600036	招商银行	谨慎推荐	1.42	0.81	0.99	1.21	5.41	5.29	5.88	6.80	2.17	1.22	1.44	1.99
601998	中信银行	中性	0.34	0.36	0.38	0.44	2.44	2.72	2.99	3.32	0.62	0.55	0.64	0.79
600016	民生银行	谨慎推荐	0.42	0.55	0.59	0.71	2.86	4.01	4.48	5.07	0.90	0.91	0.99	1.30
600000	浦发银行	谨慎推荐	2.21	1.52	1.47	1.79	7.36	8.09	10.87	12.66	3.36	2.47	2.64	3.12
601166	兴业银行	谨慎推荐	2.28	2.57	2.84	3.53	9.80	11.82	15.91	18.87	3.49	3.41	4.21	5.26
600016	华夏银行	推荐	0.62	0.63	0.91	1.04	5.49	5.93	6.66	7.43	1.78	1.45	1.81	2.26
000001	深发展	中性	0.20	1.45	2.00	2.21	5.28	7.73	9.30	10.92	2.62	2.34	3.21	3.84
601169	北京银行	谨慎推荐	0.87	0.95	1.12	1.31	5.43	6.13	6.78	7.53	1.41	1.24	1.56	2.07
601009	南京银行	中性	0.79	0.84	1.21	1.85	6.15	6.63	7.50	8.77	1.21	1.18	1.76	2.75
002142	宁波银行	中性	0.53	0.56	0.70	0.92	3.52	5.09	5.60	6.30	0.71	0.74	1.13	1.63
公司代码	公司名称	目标价 (人民币)	RoAE (%)				RoAA (%)				净利润增长 (%)			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
601398	工商银行	6.80	19.3	20.3	22.5	23.0	1.19	1.17	1.26	1.27	36.3	17.5	24.2	15.0
601939	建设银行	7.20	20.4	20.9	22.4	22.8	1.31	1.20	1.27	1.28	34.1	15.4	23.9	16.2
601988	中国银行	4.20	13.4	14.8	15.3	16.3	0.98	0.95	0.93	0.98	13.0	20.2	12.5	16.2
601328	交通银行	10.00	20.8	18.6	20.0	20.8	1.19	0.91	0.91	0.92	38.6	0.5	17.8	18.9
600036	招商银行	19.70	26.9	18.9	18.0	19.2	1.45	0.88	0.83	0.82	37.4	-19.9	21.8	22.2
601998	中信银行	5.90	14.8	14.0	13.3	13.9	1.22	1.03	0.89	0.87	60.7	5.5	5.9	15.1
600016	民生银行	9.10	14.8	19.1	13.8	14.8	0.77	0.95	0.79	0.76	24.5	55.4	6.2	20.6
600000	浦发银行	24.30	35.9	23.5	16.4	15.1	1.18	0.81	0.70	0.68	127.6	-0.7	6.8	21.5
601166	兴业银行	44.00	25.8	23.9	20.2	20.3	1.24	1.08	1.08	1.12	32.6	12.9	25.9	24.1
600016	华夏银行	13.40	18.2	11.0	14.5	14.8	0.48	0.40	0.51	0.50	46.1	1.8	45.8	14.3
000001	深发展	25.50	3.9	25.7	23.7	22.1	0.14	0.93	1.06	0.98	-76.8	713.5	38.1	10.5
601169	北京银行	19.60	18.2	16.5	17.5	18.5	1.42	1.24	1.11	1.00	61.8	9.3	18.0	17.0
601009	南京银行	17.70	13.8	13.2	17.2	22.9	1.65	1.23	1.27	1.41	60.1	6.6	43.6	52.1
002142	宁波银行	22.80	15.9	16.0	13.3	15.5	1.48	1.28	1.21	1.16	40.0	23.1	26.2	30.2

表 26：虚拟银行预测及估值

年份	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
规模增长率		25.0%	23.0%	22.4%	21.8%	21.2%	20.6%	20.0%	18.9%	17.9%	16.8%	15.7%
总资产	100	125	154	188	229	278	335	402	478	564	658	762
RWA	60	75	92	113	138	167	201	241	287	338	395	457
ROA	0.90%	0.91%	0.88%	0.84%	0.81%	0.77%	0.74%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
ROE	15.0%	17.2%	18.1%	18.9%	15.7%	16.4%	13.5%	14.1%	15.3%	12.9%	13.9%	14.6%
净利润	0.9	1.1	1.3	1.6	1.8	2.1	2.5	2.8	3.3	3.9	4.6	5.3
派息率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
净资产	6.0	6.6	7.4	8.4	11.7	13.0	18.2	19.9	21.9	30.5	33.3	36.5
风险权重	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
财务杠杆	16.7	18.9	20.7	22.5	19.5	21.3	18.4	20.2	21.9	18.5	19.8	20.9
RoRWA	1.50%	1.52%	1.46%	1.40%	1.34%	1.28%	1.23%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%
核心充足率	10.0%	8.8%	8.1%	7.4%	8.5%	7.8%	9.0%	8.3%	7.6%	9.0%	8.4%	8.0%
核心充足率要求	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
融资需求	不需要	不需要	不需要	需要	不需要	需要	不需要	不需要	需要	不需要	不需要	需要
融资比例	30.0%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
增发估值 P/E	11.7	22.8	19.3	18.8	18.3	17.7	17.5	18.1	19.6	18.9	18.2	17.5
增发价		0.0	0.0	0.0	31.2	0.0	36.3	0.0	0.0	57.3	0.0	0.0
增发成本	1.5%	0.20	0.00	0.00	0.24	0.00	0.26	0.00	0.00	0.30	0.00	0.00
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.08	1.08	1.19	1.19	1.19	1.30	1.30	1.30
EPS	0.90	1.14	1.35	1.58	1.71	1.98	2.07	2.37	2.82	3.03	3.54	4.09
BVPS	6.00	6.63	7.43	8.37	10.87	12.07	15.31	16.76	18.42	23.41	25.53	28.00
DPS		0.24	0.31	0.36	0.43	0.46	0.53	0.56	0.64	0.76	0.82	0.96
贴现因子	1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
股利现值	0.00	0.22	0.25	0.27	0.29	0.29	0.30	0.29	0.30	0.32	0.32	0.33

年份	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
规模增长率	14.7%	13.6%	12.5%	11.5%	10.4%	9.3%	8.3%	7.2%	6.1%	5.1%	4.0%
总资产	874	992	1,117	1,245	1,374	1,503	1,627	1,744	1,851	1,945	2,022
RWA	524	595	670	747	825	902	976	1,046	1,111	1,167	1,213
ROA	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
ROE	12.0%	12.6%	13.0%	13.3%	13.5%	13.4%	13.3%	13.2%	13.0%	12.9%	12.8%
净利润	6.1	6.9	7.8	8.7	9.6	10.5	11.4	12.2	13.0	13.6	14.2
派息率	30%	30%	30%	30%	30%	31%	38%	45%	53%	61%	69%
净资产	50.8	55.1	59.9	65.4	71.5	78.2	85.5	92.6	99.3	105.4	110.7
风险权重	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
财务杠杆	17.2	18.0	18.6	19.0	19.2	19.2	19.0	18.8	18.6	18.5	18.3
RoRWA	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%
核心充足率	9.7%	9.2%	8.9%	8.8%	8.7%	8.7%	8.8%	8.9%	8.9%	9.0%	9.1%
核心充足率要求	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
融资需求	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要
融资比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
增发估值 P/E	16.8	16.1	15.4	14.6	13.9	13.2	12.5	11.8	11.1	10.2	16.8
增发价	70.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	70.4
增发成本	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.36
股本	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46
EPS	4.19	4.76	5.36	5.98	6.60	7.21	7.81	8.37	8.89	9.34	9.71
BVPS	34.83	37.77	41.10	44.86	49.04	53.66	58.67	63.52	68.09	72.26	75.93
DPS	1.11	1.13	1.29	1.45	1.61	1.82	2.46	3.19	3.99	4.86	5.77
贴现因子	0.32	0.29	0.26	0.24	0.22	0.20	0.18	0.16	0.15	0.14	0.12
股利现值	0.35	0.33	0.34	0.35	0.35	0.36	0.44	0.52	0.59	0.66	0.71

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖 喆	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82133456
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		