

银行行业：压轴大戏

--2010 年银行行业投资策略报告

报告关键点：

- 银行目前处于估值洼地；
- 融资压力可以依靠分红率下调、汇金资金回吐来缓解；
- 维持行业“领先大市-A”的投资评级。
- 选股：招行、兴业、北京、宁波。

报告摘要：

- 银行股目前处于相对估值的洼地，考虑到明年盈利增长的预期，目前至少存在20-30%的折价。
- 目前压制银行股价的因素包括：融资压力、中长期贷款不良的预期、年末流动性的缺失。此外，由于银行在09年2季度已经走过盈利拐点，市场找不到基本面的变化以促发股价的上涨。
- 我们认为：
 - 1、融资压力将依靠2010年正常的盈利水平提高、国有银行的分红率在2010年降低、汇金可能的资金回吐等因素来解决，在现有监管标准下，银行可以做到2010年的资本收支打平；需要强调的是，国有银行降低分红率与依靠汇金注资（依靠市场途径解决资本问题）并不矛盾。
 - 2、基建贷款可能潜在一定长期风险，但由于均属于中长期贷款，短期内只会面临付息压力，而这完全可以依靠财政收入的增长来实现；
 - 3、2010年1季度的流动性将较09年末有显著提升。
- 我们预期在09年末至2010年初期间，银行股必然有把握填平目前的估值洼地、跑出超额收益。如果在2010年2季度出现较为强烈的加息预期，则银行基本面和股价的表现将在高点持续。
- 2010年开始，银行的盈利和规模增长都将回复到正常水平，行业趋同性在增强，因此选股方面必须从中小个股入手，选择基本面可能出现变化、或可能显著异于行业平均水平的个股。
- 我们倾向于配置中小银行股的另一个理由是：国有银行极有可能在2010年降低分红率，这会对H股和A股的价格形成向下压力。
- 除了兴业、招行、北京等传统推荐的品种外，我们新加入的推荐品种是宁波银行，认为其基本面的变化、突出的增长性值得市场给出一个成长溢价。

银行

领先大市-A

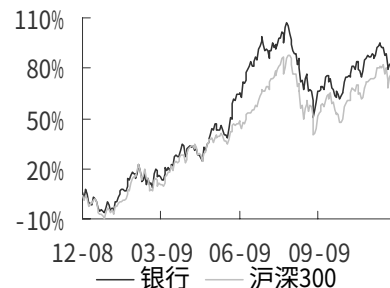
上次评级

领先大市-A

报告日期

2009-12-05

12 个月行业表现



研究员

高源

高级行业分析师

021-68765372

gaoyuan@essence.com.cn

柳世庆

行业分析师

021-68763972

liusq@essence.com.cn

前期研究成果

银行：3 季度货币政策执行报告点评

2009-11-13

银行：本币贷款增长放慢，外币贷款增长加速

2009-11-12

银行：下阶段拨备释放可能导致业绩超预期

2009-11-03

目 录

1. 银行盈利与 ROA 波动	4
1.1. 银行 ROA 与盈利	4
1.2. ROA 波动的原因	5
1.2.1. 税率因素造成一次性正面影响	5
1.2.2. 息差因素	5
1.2.3. 信用成本	7
2. 2010 年 ROA 温和上升	8
2.1. 银行盈利要素判断	8
2.2. 息差：见底反弹	9
2.3. 规模：2010 年上半年增长较快	10
2.4. 拨备：个别股份制银行存在释放拨备的实力和预期	11
3. 银行股是最后的估值洼地	11
4. 投资建议	13

图 表 目 录

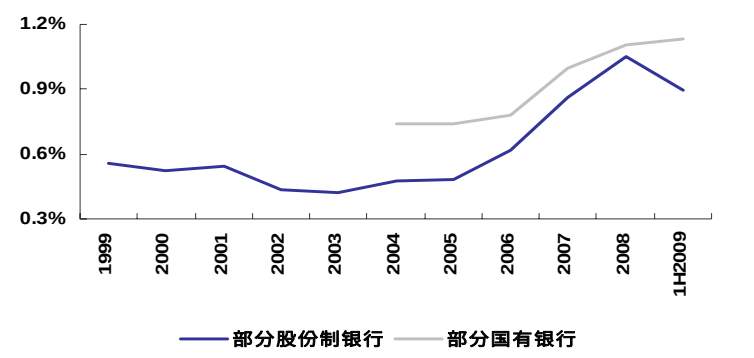
图 1：部分上市银行 ROA 水平	4
图 2：17 家主要金融机构 ROA 水平	4
图 3：部分股份制银行 05-08 年 ROA 上升因素拆分	5
图 4：部分国有银行 05-08 年 ROA 上升因素拆分	5
图 5：税率调整对 ROA 的一次性影响	5
图 6：法定利差与主要金融机构息差	6
图 7：加权贷款利率/法定基准利率（1 年期）	6
图 8：银行拨备占拨备前利润的比例	7
图 9：主要商业银行拨备覆盖率及不良率变化	7
图 10：上市银行 150%超额拨备率	8
图 11：主要商业银行不良毛生成率	8
图 12：上市公司 ROA 预测	9
图 13：部分上市银行资产与利润增速水平	9
图 14：金融机构贷存比变化	10
图 15：对称加息 27bp 对各银行的净息差影响（年化）	10
图 16：金融机构人民币贷款余额增速	11
图 17：金融机构贷款及非贴现贷款同比多增	11
图 18：上市银行 150%超额拨备率	11
图 19：A 股各行业静态 PB 与 ROE 关系	12
图 20：各银行板块相对 A 股 PB 表现	12
图 21：银行及其他行业 ROE 变化	12
图 22：股份制银行相对 A 股 PE 表现	12
图 23：银行与 A 股公司净利润增速对比	12

1. 银行盈利与 ROA 波动

1.1. 银行 ROA 与盈利

2006 年至今，银行盈利水平经历了大幅的波动。下图是 99 年至今主要上市银行 ROA 的波动情况：

图 1：部分上市银行 ROA 水平



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：股份制银行包括：民生、浦发、招商；国有银行包括工行、建行、中行、交行

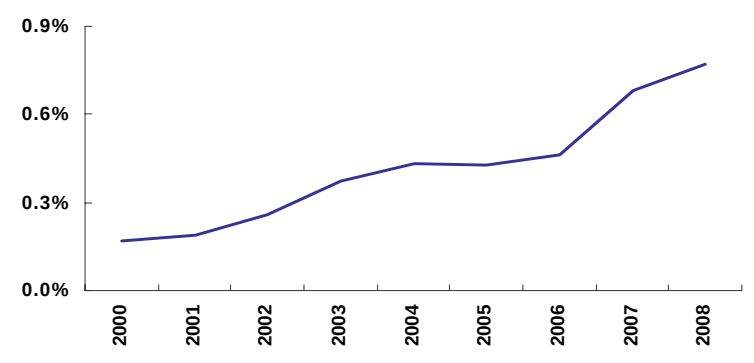
股份制银行的 ROA 在 06 年之前基本平稳，其中，02 年的降息和 03 年前后银监会对拨备水平的要求提高导致了 ROA 降低，但从一个较长周期来看，这些影响是偏小的。

从 05 年末到 08 年。股份制银行的 ROA 翻了一倍，从 0.4%或 0.5%的水平升到了 1%左右（09 年略有下降）。

国有银行的 ROA 数据较短，且由于 04 年前还存在着历史坏账问题（比如农行的净利息收入到 03、04 年才开始转正），因此数据可比较性较差，但大体而言，05 年末至 08 年国有银行的 ROA 也经历了一个翻倍的过程。

以上我们研究的是上市银行的 ROA 水平，为了使其更具有行业代表性，我们寻找了 17 家主要金融机构，包括五大国有银行，三大政策性银行和九家主要的股份制银行（包括农业银行、广发银行等未上市银行）的数据。总的来说，17 家银行总体数据的波动水平与上市银行是一致的，唯一的区别是，它的总体水平比上市银行要低一些（上市银行的盈利水平高出行业平均，因此这点是很容易理解的）。

图 2：17 家主要金融机构 ROA 水平



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

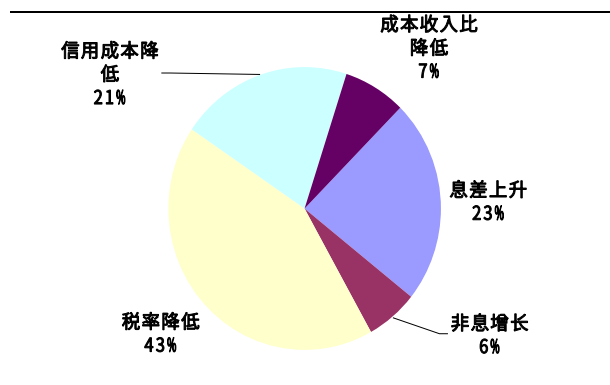
注：17 家主要金融机构包括：五大国有银行、三大政策性银行、九家主要股份制银行（下同）。

1.2. ROA 波动的原因

对于 ROA 的波动原因，我们主要考察税率、信用成本和息差的变化。¹

对股份制银行而言，05-08 年 ROA 波动的主要原因包括：税率降低（解释了 ROA 波动的四成）、信用成本降低和息差上升；国有银行的情况与此相似，区别在于，税的影响略低。

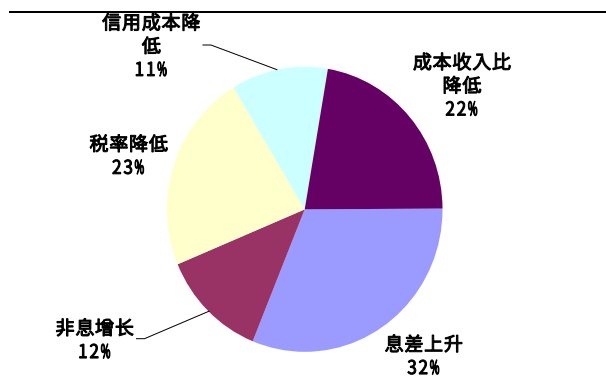
图 3：部分股份制银行 05-08 年 ROA 上升因素拆分



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：股份制银行包括：民生、浦发、招行；

图 4：部分国有银行 05-08 年 ROA 上升因素拆分



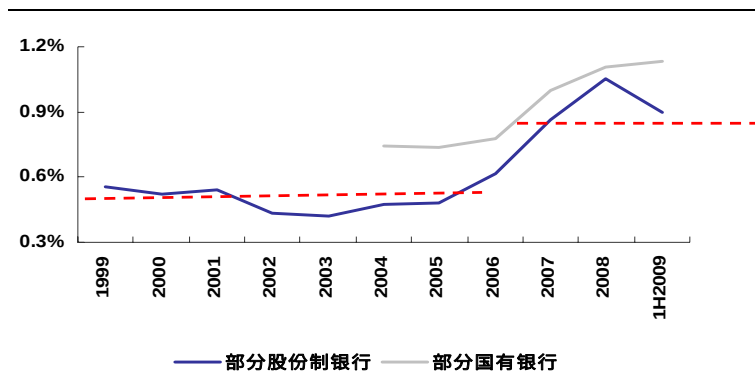
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：国有银行包括工行、建行、中行、交行

1.2.1. 税率因素造成一次性正面影响

税的变化主要表现在两个方面：所得税率的降低和税基（包括员工费用和拨备的抵扣）的变化。总的来说，税率的影响解释了 05-08 年以来三、四成的 ROA 变动，它把银行的 ROA 从 06 年前 0.5-0.6% 左右的平台系统推高到 0.7-0.8% 的平台，这个作用是一次性的，但是具有可持续性。

图 5：税率调整对 ROA 的一次性影响



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

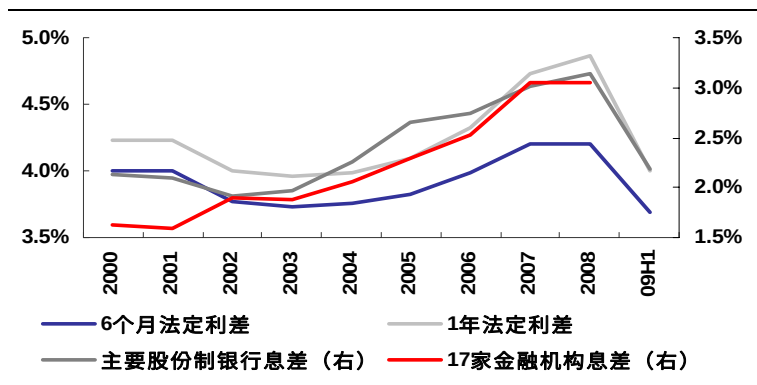
注：股份制银行包括：民生、浦发、招商；国有银行包括工行、建行、中行、交行

1.2.2. 息差因素

历史来看，银行息差波动的方向主要取决于法定利差的方向，此外还受到资金松紧、资产负债期限结构的影响。

¹由于非息收入的影响是渐进的（长期来看受到综合经营推进速度的影响）、偏小的，而成本收入比是一个被动项（随着收入增速的提高/降低而下降/上升），因此我们的讨论中忽略这两个因素。

图 6：法定利差与主要金融机构息差



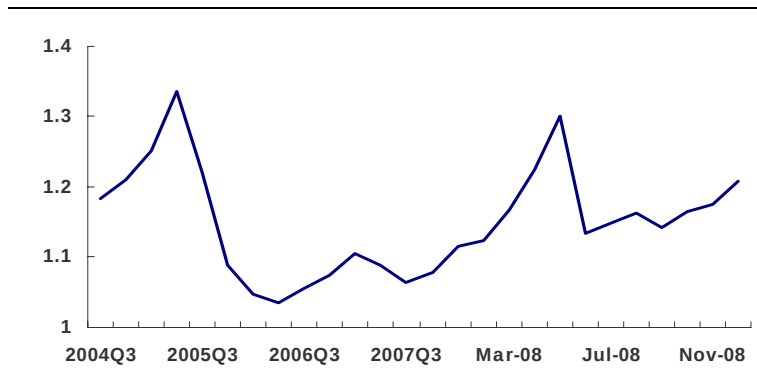
数据来源：CEIC，公司数据，安信证券研究中心

注 1：股份制银行包括：民生、浦发、招商

注 2：法定利差=法定贷款利率-（法定存款利率+活期存款利率）/2

资金松紧的程度主要用加权贷款利率和法定贷款利率差额来解释（也就是贷款利率浮动的幅度）。测算显示，贷款浮动区间的波动对息差的影响不到 10bp²；存款活期化等资产负债期限结构的影响更小。

图 7：加权贷款利率/法定基准利率（1 年期）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

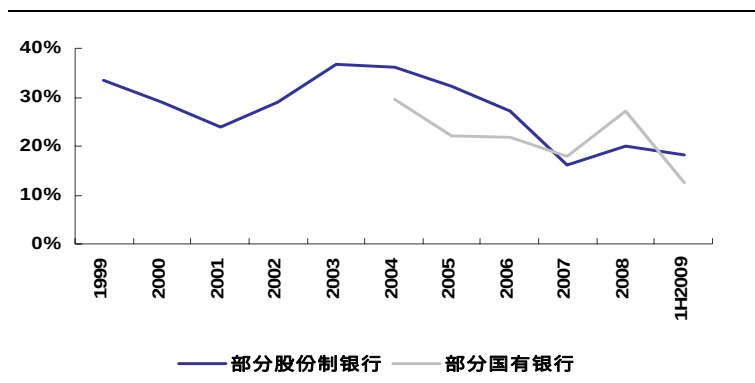
因此，对息差起核心作用的因素是法定利差。

对 2010 年净息差的相关预测请参考本报告“2.2 息差：见底反弹”。

² 依据金融机构贷款浮动区间的历史变化估算，全部贷款的加权利率/基准利率比例在 2008 年 8 月（最高点）比 09 年 9 月高 2.7% 左右，如果明年贷款利率浮动区间达到当时水平，则全部上市公司净息差上升大约 7bp。

1.2.3. 信用成本

图 8：银行拨备占拨备前利润的比例



数据来源：公司数据，安信证券研究中心；

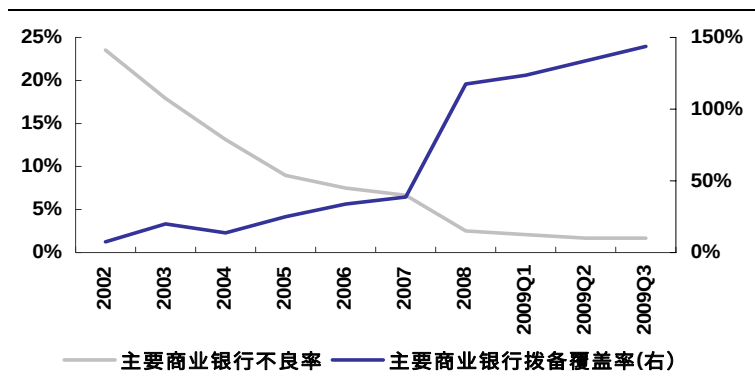
注 1：此处拨备前利润中未扣除营业税

注 2：股份制银行包括：民生、浦发、招商；国有银行包括工行、建行、中行、交行

过去十年内，信用成本出现了两次较大幅度的波动。一次出现在 2002-2003 年前后，其背景是银监会的成立和对商业银行拨备要求的提高。

信用成本的另一次波动出现在 2008、2009 年前后，其原因包括 2008 年出现不良生成率显著上升，另一方面银行的拨备覆盖率被要求进一步提高至 150%。

图 9：主要商业银行拨备覆盖率及不良率变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心；

注：主要商业银行包括国有银行和股份制银行

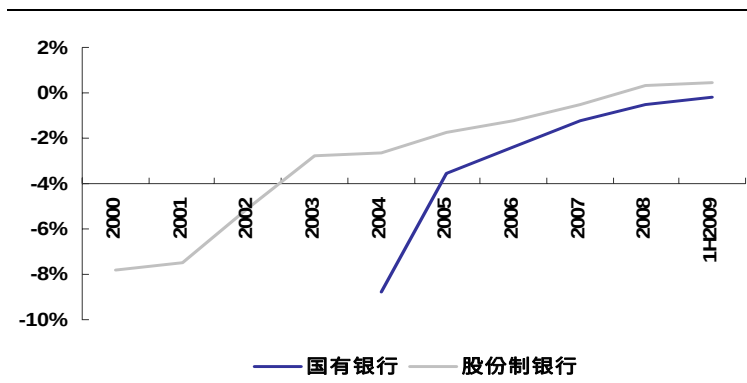
但是从长期视角来看，除了上述两次波动外，银行信用成本自从 2000 年以来都处于一个下降的通道，核心原因是 2000 年前形成的系统性坏账正在慢慢减少。

在预测未来信用成本变动方向上，我们主要考察目标拨备覆盖率和不良生成率。

A、目标拨备覆盖率

大多数上市银行已经达到 150% 的监管要求，部分拨备不足的国有银行也会在 09 年末达标。考虑到上市银行的盈利压力，我们不认为银行会选择继续向上大幅计提拨备，尤其部分股份制银行还存在释放拨备的能力或冲动。

图 10：上市银行 150%超额拨备率



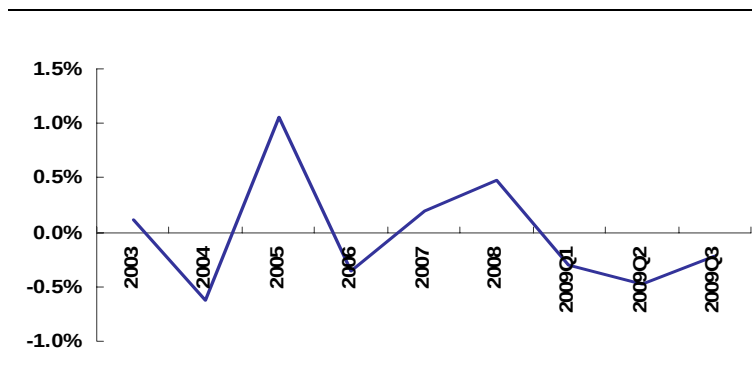
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：150%超额拨备率=(拨备余额-不良余额*150%)/贷款总额

B、不良毛生成率

2009 年银行系统的不良毛生成率为负（上市银行的情况更好），均低于 2006-2007 年的毛生成率水平，这主要是由于异常高的信贷增速改善了企业的现金流。我们认为，随着信贷政策逐步正常化，2010 年，银行系统的不良生成率将在 2009 年的基础上向上反弹。

图 11：主要商业银行不良毛生成率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心；

注 1：不考虑核销，但剔除主要国有银行的一次性坏账处置的影响

注 2：主要商业银行包括国有银行和股份制银行

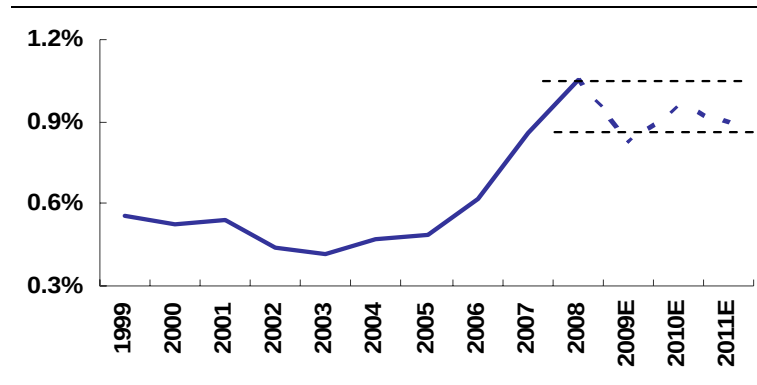
2. 2010 年 ROA 温和上升

2.1. 银行盈利要素判断

银行盈利增长来自于两个方面：1、规模的增长；2、ROA 水平的增长，也即是资产效率的提高。

我们认为 2010 年银行规模增速将较 09 年显著下降，并在 2011 年之后回到稳定水平（国有银行 10-20%增速，中小银行每年略高于 20%的增速）。并且，银行 ROA 将告别大幅动荡的时期，自 2010 年起回到一个稳定、但显著高于 1999-2005 年的平台（不考虑加息，2010 年上市银行 ROA 反弹到 1%以上，2011 年开始基本稳定）。

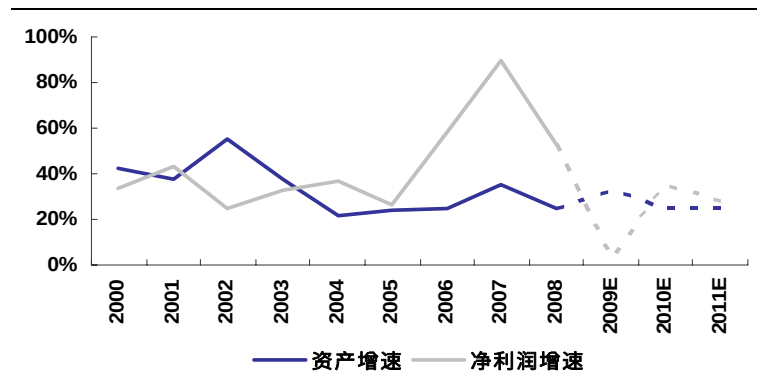
图 12：上市公司 ROA 预测



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

银行盈利的波动区间也将在 2010 年开始恢复到正常水平（大约在资产规模增速上下十个个百分点左右），情况类似 2006 年之前，即银行盈利主要由资产规模增长推动。

图 13：部分上市银行资产与利润增速水平



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：这里只选取数据较长的民生银行，浦发银行和招商银行

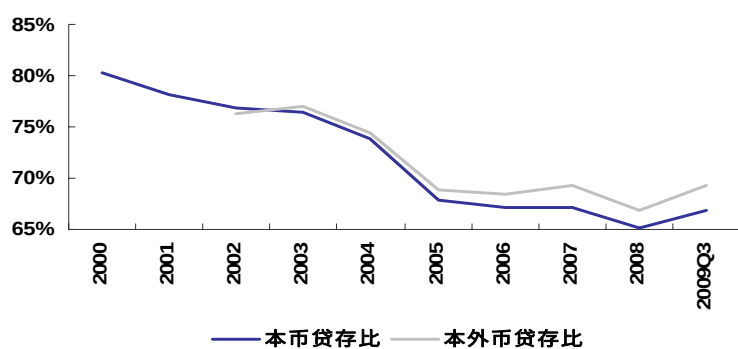
具体说来，以下几个要素将对未来盈利产生影响：

2.2. 息差：见底反弹

行业净息差在 2009 年年中就已经见底开始反弹，我们预计几个因素将支持净息差在 2010 年继续上升：

- 1、降息对定期存款成本的影响在明年继续体现；
- 2、2010 年上半年，贷款继续高速增长使得贷存比上升；

图 14：金融机构贷存比变化

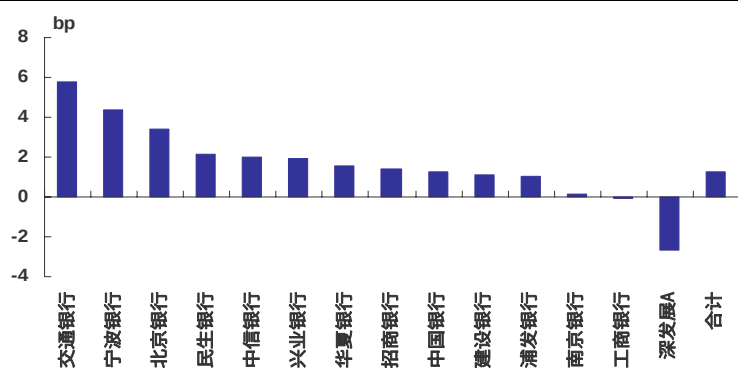


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3、实体经济对贷款需求的上升导致贷款利率上浮。不过考虑到明年上半年很可能再现信贷放量的局面，我们估计要到下半年才能看到信贷利率明显上浮。

4、明年法定利差将保持稳定或在年末小幅上升（考虑下半年存在加息可能）。

图 15：对称加息 27bp 对各银行的净息差影响（年化）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注 1：各银行均按照 2009 年年中的资产负债结构计算

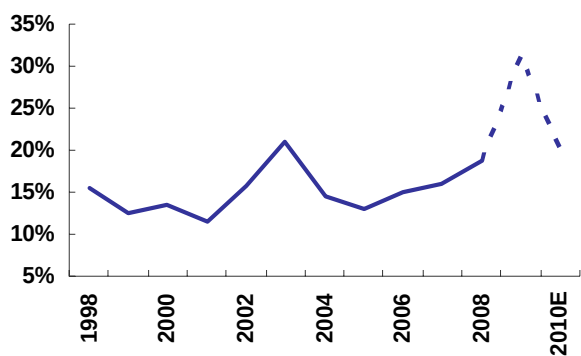
注 2：中国银行采用国内存贷款数据，其中国内存款活期占比按照中行全部存款中活期占比估计

我们估计，不考虑加息，2010 年的上市银行净息差将反弹 15-20bp。其中，中小银行反弹空间相对较大。但是如果在明年中期前后出现加息预期，则市场对之后的净息差的预期也将会上调。

2.3. 规模：2010 年上半年增长较快

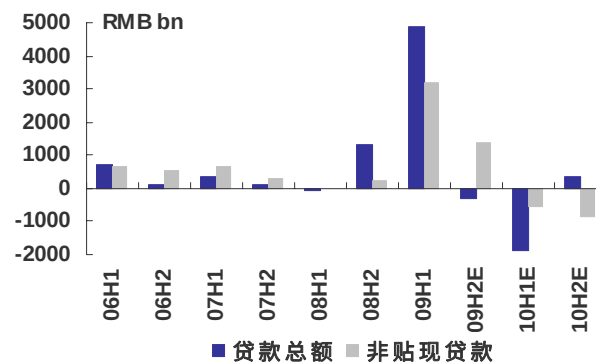
我们估计明年金融机构新增贷款 7.5-8 万亿元左右，对应全年贷款余额增长 18-20% 左右。其中，上半年贷款增长较快（预计 1 季度单季信贷达到 3 万亿或更高），下半年信贷增长放缓。

图 16：金融机构人民币贷款余额增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 17：金融机构贷款及非贴现贷款同比多增



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

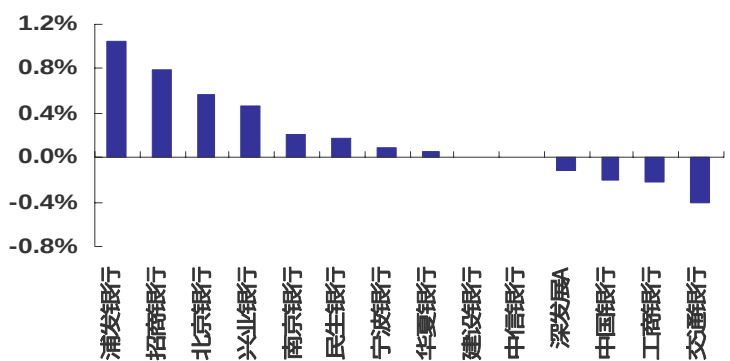
关于资本充足率约束对银行资产扩张的影响参见下文“专栏一 资本缺口：基本温饱”。

2.4. 拨备：个别股份制银行存在释放拨备的实力和预期

我们预期 2010 年的不良生成率小幅上升（较 2009 年），但在可控范围之内，不会导致信用成本的大幅提高。

在此前提下，由于部分股份制银行的拨备覆盖水平已经明显高出监管要求，因此存在释放拨备的能力。另一方面，再融资的需求也会加大拨备释放的可能性。目前超额拨备最高的银行包括：浦发银行、招商银行、北京银行和兴业银行。

图 18：上市银行 150%超额拨备率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

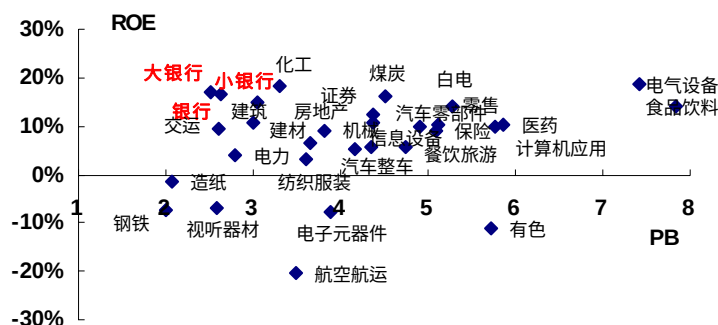
注：150%超额拨备率=(拨备余额-不良余额*150%)/贷款总额

关于不良预期的讨论请参见本报告“专栏二 基建贷款资产质量的估测”。

3. 银行股是最后的估值洼地

从相对估值的角度来看，银行目前处于严重低估的位置（无论 PB 还是 PE 角度）。

图 19：A 股各行业静态 PB 与 ROE 关系



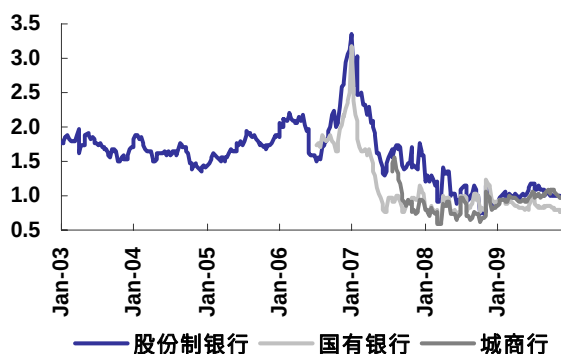
数据来源：Wind，安信证券研究中心

注 1：市值以 11 月 30 日为基准，净资产取 3 季报数据，净利润为最近 4 季度滚动利润

注 2：大银行包括工商银行，建设银行，中国银行和交通银行，其他银行归为小银行类

动态来看，银行相对 PB 处在历史低位。以股份制银行为例，目前相对估值在历史平均水平的五折位置，即便考虑融资摊薄、不良的潜在压力，实际的折价率也在七折左右。这意味着，银行目前的估值水平暗含了 20-30% 的相对上涨空间。

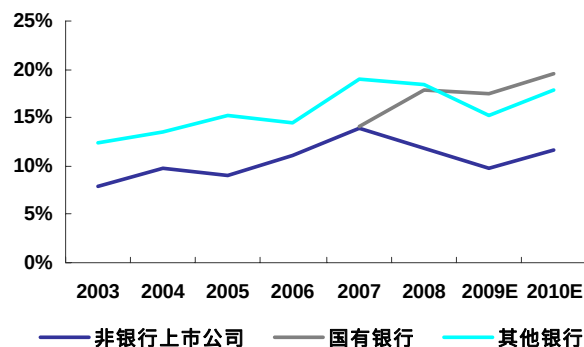
图 20：各银行板块相对 A 股 PB 表现



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：股份制银行中剔除中信银行

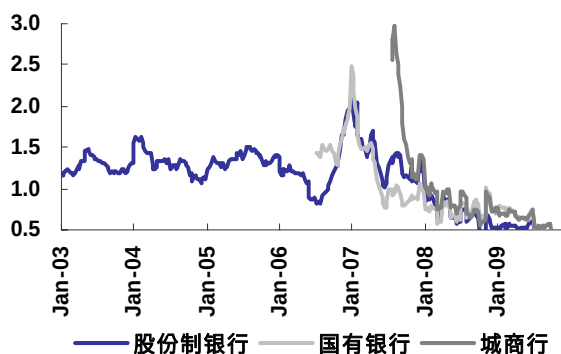
图 21：银行及其他行业 ROE 变化



数据来源：上市公司数据，安信证券研究中心

相对 PE 同样也处在历史地低位。我们预期上市银行 2010 年的利润增长在 20-30% 间，与 A 股整体的利润增速相当，因此目前如此巨大的 PE 折价显然是不合理的。

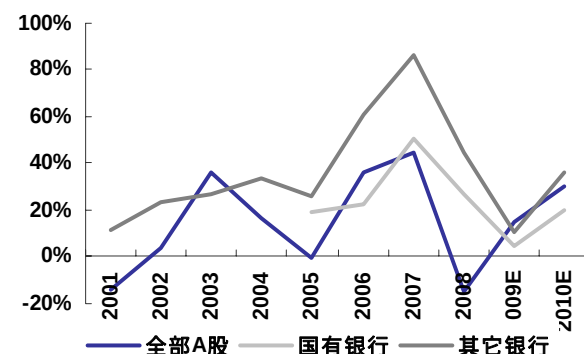
图 22：股份制银行相对 A 股 PE 表现



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：股份制银行中剔除中信银行

图 23：银行与 A 股公司净利润增速对比



数据来源：上市公司数据，安信证券研究中心

4. 投资建议

2006-2008 年是本轮周期银行盈利大幅提升的阶段，2010 年银行盈利水平将在 09 年下跌的基础上向上小幅反弹。唯一可能超预期的基本面因素是个别股份制银行的拨备释放。

09 年 4 季度以来银行股表现不佳，一方面与年末流动性的降低有关，另一方面也是受到了融资、不良预期和政策转向预期的三重压力。我们认为：银行资本在 2010 年会做到收支基本打平（参见专栏一）、基建贷款的潜在不良压力不会在短期释放（参见专栏二）、中央经济工作会议消除了中期内政策转向的预期。因此，在现在的估值位置上，银行股将跑出超额收益是可以预见的事实。

我们认为可能形成股价刺激因素的事件包括：2011 年初流动性释放、1 季度银行盈利的同比和环比数据表现良好。如果 2010 年 2 季度有明确的加息预期出现，可能导致银行股价的景气度延长。

维持行业“领先大市-A”的投资评级。

选股方面，我们倾向于弹性更大的中小银行，除去本身的盈利增速预测高于国有银行外，还因为释放拨备的弹性、息差反弹的弹性都更大。同时，对于国有银行，我们也担心 2010 年分红率下调可能导致 H 股下跌，对 A 股股价构成压力。

专栏一：资本缺口：基本温饱

下表分析了四种情景下的银行 2010 年末资本情况。

四种情景的主要假设差异在于：缓冲因素（是否考虑银行在 2010 年末为下一年的信贷投放储备一部分资本）、分红率（是否考虑国有银行在 2010 年下调分红率）以及汇金公司红利返还因素。

我们比较倾向于“情景 3”，即：银行留出 1 个百分点的缓冲资本、国有银行在 2010 年将分红率从 50%降低到 25%。在这种假设下，银行系统明年的资本可以做到基本温饱（假设 8 万亿的信贷投放和 20%的资产规模增速）。

表 1：各种情景下商业银行资本情况（货币单位：亿元）

	情景 1	情景 2 (悲观)	情景 3 (最有可能)	情景 4 (乐观)	附注
假设	无缓冲	有缓冲	有缓冲，国有 银行降低分 红率	有缓冲，降低 分红率，汇金 返还红利	
监管要求	10%	10%	10%	10%	资本充足率监管要求 10%
系统摩擦	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	由于各行资本充足率的差异导致的摩擦
缓冲	0%	1%	1%	1%	银行在 2010 年末储备部分资金应对 2011 年初的资产增长
2010 年末资本充足率	10.50%	11.50%	11.50%	11.50%	以上三项之和
资本缺口合计	9,739	13,624	13,624	13,624	相对 2008 年底，到 2010 年末达到目标资本充足率所需增加的资本。这里假设明年信贷投放 8 万亿元。
资本来源	13,647	13,647	14,473	15,708	资本补充来源于分红后利润、股权融资、债权融资和汇金红利返还。
分红率	34.00%	34.00%	21.00%	21.00%	情景 1、2 中，分红率维持当前水平；情景 3 中，国有银行分红率 2010 年降至 25%。
分红后利润（09-10 年）	7,724	7,724	8,550	8,550	除了目前已经公布和完成的融资计划外，再假设 2010 年中行融资 550 亿元，农行 700 亿元。
股权融资（09-10 年）			2,225		2007-2008 年分别发行次级债 336 亿元和 724 亿元。假设 09 年共融资 2400 亿，2010 年融资 1300 亿（其中 300 亿为农行）。
债权融资（09-10 年）			3,698		
汇金返还红利	0	0	0	1,235	假设汇金返还 2009-2010 年全部红利
资本富余	3,908	23	850	2,085	资本来源减去资本缺口的差值

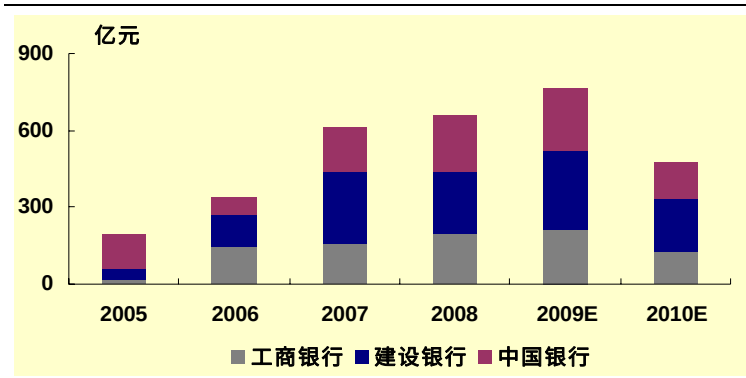
数据来源：CEIC, Wind, 公司数据, 安信证券研究中心

注 1：商业银行包括国有银行，股份制银行，城商行，农商行及外资商业银行。

注 2：假设农行 2010 年上市融资 700 亿，再通过次级债融资 300 亿，明年一共融资 1000 亿。

注 3：情景 4 中假设工商银行、中国银行、建设银行 2009 年的分红率维持 50%，2010 年降至 25%，农业银行不分红。汇金将所得的红利全部返还，两年共计 1235 亿元。汇金分红情况如下图

图 24：汇金公司历年从国有银行获得的红利



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

具体到上市公司，可以看到部分股份制银行资本压力相对较大，但是也基本能够通过融资解决。

表 2：上市银行资本充足率及融资需求预测（货币单位：亿元）

	2009E			2010E		
	股权融资	债权融资	资本充足率	股权融资	债权融资	资本充足率
工商银行	0	400	12.66%	0	0	12.65%
建设银行	0	600	12.28%	0	0	12.46%
中国银行	0	400	11.66%	550	0	11.77%
交通银行	0	250	13.70%	0	0	12.59%
华夏银行	0	0	10.05%	0	123	11.50%
民生银行	266	-8	11.04%	0	287	11.50%
浦发银行	150	0	10.02%	0	314	11.50%
深发展 A	107	15	11.13%	0	52	11.50%
兴业银行	180	94	12.56%	0	66	11.50%
招商银行	220	-5	11.50%	0	152	11.50%
中信银行	0	-10	11.58%	0	140	11.50%
北京银行	0	0	15.20%	0	0	13.90%
南京银行	0	0	12.53%	0	11	11.50%
宁波银行	52	0	16.41%	0	0	13.25%
上市银行	975	1,736	12.14%	550	1,145	11.74%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注 1：这里的融资包括股权融资和债权融资。其中 2009 年的融资数据为目前已经完成或已经公布的融资额。其中负的融资额表示有次级债距离到期日不足 4 年，需要依照相应规定扣减。

注 2：国有银行的分红率今年为 50%，明年降至 25%。但这里未考虑汇金返还分红。

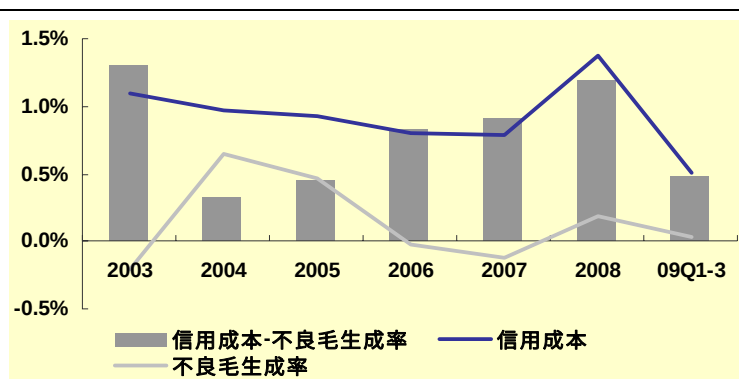
注 2：这里假设到 2010 年末，上市银行至少将资本充足率维持在 11.5% 以上，如果不足，则通过融资满足。

注 3：2010 年的融资中，中国银行通过股权融资 550 亿，其他银行均通过债权融资。

专栏二：基建贷款资产质量的估测

从过去几年数据来看，银行的信用成本波动方向与不良生成情况基本同向。同时，信用成本持续高于不良生成率，表明计提的准备主要用于提高银行的拨备水平。我们判断，由于目前各银行拨备水平基本达标，明年信用成本很可能维持低位。

图 25：上市公司信用成本与不良毛生成率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：信用成本=当期计提的资产减值准备/期初贷款总额

不良毛生成率=（期末不良余额-期初不良余额+当期核销）/期初贷款总额

目前市场对信用成本最大的担忧是来自于 09 年投放的大量政府财政项目基建贷款的潜在风险。由于这部分贷款主要为中长期贷款，未来两年内银行面临的主要是付息压力（而非还本压力），根据我们的测算财政收入的增长可以在项目自身回报偏低的情况下支付对应利息，因此 2011 年末之前银行的资产质量压力不会太大。具体测算方式如下：

首先，我们估算 2009 年全年因财政刺激政策导致银行额外投放的基建贷款在 2.5 万亿左右，估计过程如下：

- 1、方法一：09 年前三季度新增基建贷款占新增对公基建贷款 49%，假设四季度投放对公中长期贷款 8000 亿元（参考 3 季度数值），则全年投放基建贷款 2.5 万亿元左右。
- 2、方法二：建行 09 年前三季度新增基建贷款占新增贷款比例 36.77%，假设国有银行此比例均与建行相同，其它银行为 30%，再假设国有银行和其他银行今年新增贷款分别为 4.06 万亿元和 5.44 万亿元。则基建贷款共 3.1 万亿元左右。
- 3、方法三：假设金融机构的新增基建贷款占比均与建行相同为 36.77%（这一比例对于中小银行而言显然偏高），全年共投放贷款 9.5 万亿元，则基建贷款为 3.5 万亿元左右。

出于保守考虑，按照 2009 年投放基建贷款 3.5 万亿元，其中历史项目的信贷投放估计在 1 万亿（参考过去三年水平），因此 2009 年新增财政刺激项目导致多增的基建贷款投放约 2.5 万亿元。

在此基础上，假设 2010-2011 年银行再额外投入 3.5 万亿元和 1.5 万亿元的中长期基建贷款。

最悲观的假设是这些贷款项目从 2009 年开始完全不产生现金流，所有利息支付由政府承担（由于基建项目期限较长，短期内不考虑本金支付）。同时考虑加息可能导致的贷款利率的上升，则下表显示了上述基建贷款对财政产生的额外利息压力。

表 3：基建贷款不良风险的压力测试

		2009E	2010E	2011E
因财政刺激多增基建贷款	RMB bn	2,500	3,500	1,500
利率		6.00%	6.25%	6.75%
累计多增利息支出	RMB bn	75	259	419
占比				
GDP		0.23%	0.71%	1.01%
财政收入		1.14%	3.42%	4.81%
地方财政收入+中央政府财政转移		1.35%	4.06%	5.71%
国债余额(扣除特别国债)		2.19%	7.57%	12.24%

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

计算可知，到 2011 年利息支出占 GDP 的 1%，占当年财政收入 4.8%，占国债余额的 12.2%。考虑到目前的财政状况（以及未来财政收入增长可能反弹），贷款利息支出对于政府财政所产生的额外赤字影响应该是可以接受，政府也完全有能力通过国债融资解决现金流。

即使假设贷款利息全由地方政府承担，其占地方政府资金来源比例不超过 6%，再考虑地方政府债和城投公司债，资金来源完全可以覆盖支出。

基本面拐点预示投资机会的出现

报告关键点：

- 预计定增完成后，资产增速中轴抬升，2010年信贷增速达35%以上；
- 经济回暖和前期不良的充分暴露有利于后续信用成本的控制。
- 调高至“买入-B”评级

报告摘要：

1、宁波银行发展阶段

- 宁波银行05年开始业务转型，专注中小企业客户和零售客户。07年上市前资本充足率不高，08年的金融危机都对银行的资产扩张有一定抑制作用，年复合增长率在30%左右。
- 09年3季度开始，银行信贷环比提速，背景是外向型中小企业的信贷需求恢复，及2季度末50亿金融债的发行成功。
- 预计2010年，在定向增发完成之后，银行的整体资产扩张速度中轴会有系统性的抬升，实际的信贷增长很可能达到35%以上（即同期行业平均的2倍）。

2、宁波银行投资机会判断

- 在银行系统风险降低的背景下，我们倾向于成长性较高的中小银行一定溢价空间。同时，银行目前处在上市以来扩张节奏的拐点位置，股票基本面存在变化，预示着投资机会的出现。
- 定向增发后，宁波银行2009-2012三年的资产和盈利复合增长率预计达到35%以上（高出行业平均增速一倍以上）。考虑到高增长，公司相对银行板块的估值水平较低。
- 我们看好宁波银行这样基本面有变化，与行业趋势不同的中小个股。
- 风险因素在于2010年后的存款增长是否能跟进、以及资产质量。我们认为经济和进出口的回暖有利于降低长三角地区资产质量的系统性风险、08年经济冲击造成的不良已经充分暴露，判断银行后续不良生成率可控。
- 调高评级至“买入-B”。给予目标价20.88元。

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	0.38	0.53	0.47	0.78	1.07
BVPS	3.21	3.52	5.04	5.51	6.15
净利润增速	50.47%	40.02%	3.99%	65.89%	37.22%
ROE	11.86%	15.12%	9.31%	14.14%	17.38%
PE	36.54	26.09	28.87	17.40	12.68
PB	4.33	3.95	2.69	2.46	2.20

注1：假设2009年底前完成融资，共增发4.5亿股，每股价格11.63元，2009年后指标均按摊薄后计算。

注2：按截止11月30日股价计算

评级：

买入-B

上次评级：增持-B

目标价格：

20.88 元

期限：6 个月 上次预测：16.50 元

现价：15.99 元

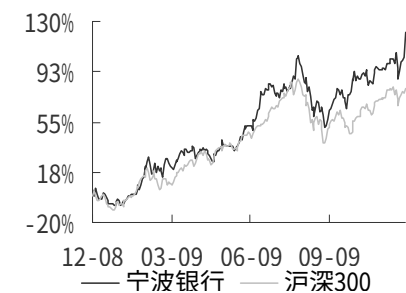
报告日期：

2009-12-05

市场数据

总市值(百万元)	39,975.00
流通市值(百万元)	16,846.85
总股本(百万股)	2,500.00
流通股本(百万股)	1,053.59
12 个月最高/最低	6.79/16.00 元
十大流通股东(%)	29.73%
股东户数	121,157

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.72	17.22	40.71
绝对收益	13.89	35.63	121.69

研究员

高源

021-68765372

高级行业分析师

gaoyuan@essence.com.cn

柳世庆

021-68763972

行业分析师

liusq@essence.com.cn

前期研究成果

宁波银行：基本面拐点预示投资机会的出现

2009-11-30

宁波银行：信贷维持高增长，负债压力提高

2009-10-30

宁波银行：增发时机早于预期，但增发本身合理

2009-10-13

期待业绩大幅反弹

报告关键点：

- 继今年的业绩低谷后，明年业绩高反弹值得期待
- 维持“买入-A”评级

报告摘要：

- 前3季度招商银行实现净利润130.78亿元，同比减少31.66%。3季度单季招商银行实现净利润48.16亿，环比增长18.8%。
- 息差见底反弹**
- 银行净息差在5月份见底，8、9月份开始上升，9月当月达到2.3%。由于存款活期化和票据利率的上升，公司预期4季度净息差会保持3季度水平，甚至有可能上升。
- 3季度信贷增速下降，结构出现调整**
- 3季度贷存比较年中下降86bp到72.37%。贷款结构中，贴现占比下降6个百分点。
- 信用成本大幅下降**
- 3季度，公司不良双降。拨备覆盖率达到245.1%，一旦经济好转，拨备反哺利润空间巨大。
- 由于接近10亿元的特殊行业拨备冲回，9月份拨备减少，3季度信用成本仅5bp。
- 投资建议**
- 3季度由于息差反弹和信用成本下降幅度较大，盈利增长超乎预期。我们将继续看好在经济回升背景下，招商银行的净息差以及信用成本的弹性。维持公司“买入-A”评级。

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	1.04	1.42	0.72	1.00	1.32
BVPS	4.62	5.42	4.94	5.69	6.67
净利润增速	124.36%	37.41%	-20.18%	38.75%	31.43%
ROE	22.42%	26.25%	14.61%	17.60%	19.72%
PE	21.69	15.78	21.09	15.20	11.56
PB	4.86	4.14	3.08	2.67	2.28

注1：假设年底前完成配股，配售40.59亿股，每股价格5.42元，2009年后指标均按摊薄后计算。

注2：按截止11月30日股价计算

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
21.81 元

期限： 6 个月 上次预测： 21.81 元

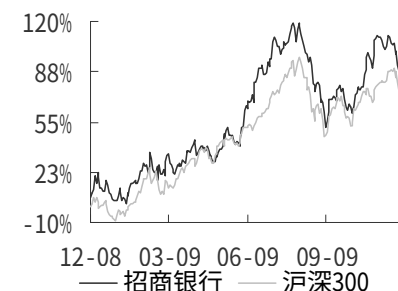
现价： 17.41 元

报告日期：
2009-12-02

市场数据

总市值(百万元)	332,870.32
流通市值(百万元)	272,621.28
总股本(百万股)	19,119.49
流通股本(百万股)	15,658.89
12 个月最高/最低	11.78/23.48 元
十大流通股股东(%)	55.13%
股东户数	711,487

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(12.89)	(4.14)	1.26
绝对收益	(6.86)	20.30	93.77

研究员

高源	高级行业分析师
021-68765372	gaoyuan@essence.com.cn
柳世庆	行业分析师
021-68763972	liusq@essence.com.cn

前期研究成果

- 招商银行：2009.11.2 分析师会议纪要
2009-11-03
- 招商银行：息差见底反弹，拨备向利润释放
2009-11-02
- 招商银行：息差收窄中四成归因于贴现因素
2009-08-31

公司快报
兴业银行(601166)

盈利增长较快，估值合理

报告关键点：

- ROE与规模增长在同业中偏高
- 融资摊薄后，估值水平处于中游
- 维持“买入-A”评级

报告摘要：

- 截止前3季度，公司实现净利润95.72亿元，同比增长1.54%。3季度单季实现利润33.49亿元，环比增长2.03%。
- 未来发展战略**
 - 管理层判断今明两年经济仍然会保持良好的态势。贷款结构方面，向较好的中小企业，流动资金贷款和消费贷款倾斜。零售业务方面，公司凭借零售业务产品作为切入点，争取有价值的零售客户。
 - 公司通过与中小机构合作加强网络延伸，下阶段，公司将注重提高这种模式的经营效率。
 - 规模稳定增长和资金成本降低促成息差反弹**
 - 3季度，贷款增长和结构改变以及资金成本降低导致净息差大幅反弹20bp。
 - 3季度公司贷存比较年中大幅上升4.36个百分点。且新增贷款中票据余额下降。
 - 公司加强活期存款吸收力度，活期占比从2季度就开始上升。
 - 拨备政策将保持稳定**
 - 公司3季度拨备覆盖率提高到228.44%，当季信用成本仅15bp。公司表示不会轻易调整拨备政策，因此信用成本有望维持较低水平。
 - 投资建议：**
 - 公司如果完成配股，则短期内将无资本短缺之忧，能够满足公司较快发展需求。且公司有释放拨备的可能，盈利将大幅超出预期。估值方面，融资摊薄后，估值水平处于中游。维持公司“买入-A”评级。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

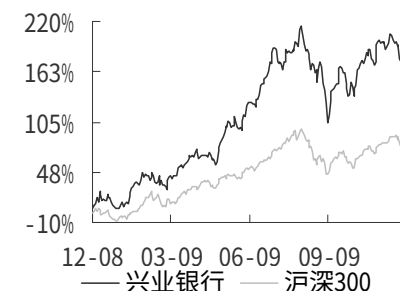
目标价格： **46.14 元**

期限： 6 个月 上次预测： 46.14 元

现价： 38.51 元

报告日期： **2009-12-02**
市场数据

总市值(百万元)	192,550.00
流通市值(百万元)	153,269.80
总股本(百万股)	5,000.00
流通股本(百万股)	3,980.00
12 个月最高/最低	14.09/43.48 元
十大流通股东(%)	37.87%
股东户数	110,297

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.99)	(1.18)	89.76
绝对收益	(3.96)	23.26	182.27

研究员

高源	高级行业分析师
021-68765372	gaoyuan@essence.com.cn
柳世庆	行业分析师
021-68763972	liusq@essence.com.cn

前期研究成果

- 兴业银行：偏低的拨备政策将持续
2009-11-02
- 兴业银行：资产质量稳定，拨备出现回拨
2009-08-25
- 兴业银行：2009.6.17 交流会纪要
2009-06-22

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	1.72	2.28	2.07	2.76	3.52
BVPS	7.78	9.80	12.38	14.67	17.7
净利润增速	126.04%	32.60%	13.38%	33.40%	27.91%
ROE	22.07%	23.22%	16.69%	18.90%	20.25%
PE	22.37	16.87	16.28	12.20	9.54
PB	4.94	3.92	2.72	2.31	1.93

注1：假设2009年底前完成融资，共配售12.5亿股，每股价格14.4元，2009年后指标均按摊薄后计算。

注2：按截止11月30日股价计算

作者简介

高源，复旦大学财务金融系学士，伦敦政治经济学院（LSE）会计与金融系硕士，CFA。2005 年 10 月至 2007 年 4 月就职于光大证券研究所，先后从事石化、银行行业研究；2007 年 5 月加入安信证券研究中心。2006 年度“新财富最佳分析师石化行业”第三名，2008 年度“新财富最佳分析师银行行业”第六名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034