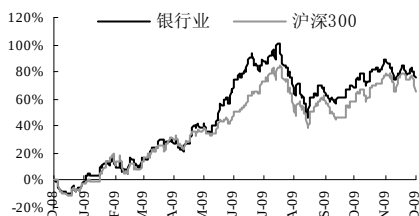


金融服务业 - 银行业

Financial Service - Bank

2009 年 12 月 20 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
银行业	-6.6%	7.6%	75.5%
沪深 300	-6.5%	6.0%	65.8%

相关报告

《阴霾中寻找阳光—银行业 2009 年策略》 2008.12

《信贷规模超速增长缓解经营压力—银行业 2009 年第 2 季度策略报告》 2009.3

《信贷规模超速增长缓解经营压力—银行业 2009 年第 2 季度策略报告》 2009.3

《政策“适度宽松”，业绩“引而待发”—银行业 2009 年第 4 季度策略报告》 2009.9

《银行业 2009 年 3 季报综述——低信用成本反拉业绩》 2009.11

俞冲

+86 755 83199599ext8218

Yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，俞冲，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩增长确定中潜伏的不确定

—银行业 2010 年投资策略

评级： 强于大市

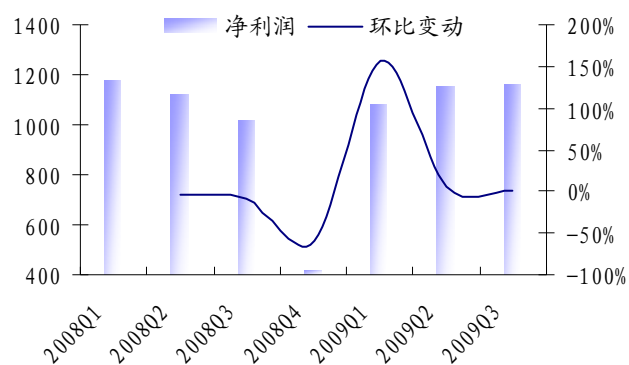
- **回顾——复苏态势显现，基础仍不牢固：**从前三季度银行业绩状况看，银行业复苏态势逐步显现，业绩同比增速逐步转正，各项经营指标保持良好，但收入增速落后于业绩的增长模式，表明银行目前的业绩增长更多依靠压缩支出的方式来实现，基础并非十分稳固。
- **展望 1——政策面趋紧：**如果政策重心从单纯“保增长”向“调结构”转向，银行面临的环境将紧于 2009 年，三大货币政策工具可能在 2010 年逐一实施。
- **展望 2——业绩增长确定中潜伏的不确定因素：**量价齐升下利息净收入继续复苏为大概率事件，非息收入有望继续保持良性增长，管理费用保持稳定，资产质量短期无忧等有利因素均为银行业 2010 年业绩保持正增长提供支持，但来自于资产质量的隐忧和趋严的监管态度是未来主要的不确定因素。
- **行业评级：**在 A 股上市银行的估值水平进一步进入合理区间，和银行 2010 年业绩保持正增长具备较稳固的基础的前提下，暂时维持银行业“强于大市”投资评级。
- **两方面担忧：**一方面是经济救助政策逐渐退场后，在不那么充裕的流动性背景下，不良率可能出现反弹，银行前一轮的快速扩张可能在未来带来信用成本的提升，而银行目前低拨备支出反拉业绩的策略，可能进一步加剧这种隐忧；另一方面，管理层对银行风险控制趋紧的预期，可能会以降低银行杠杆的形式，令银行的扩张速度低于预期，同时也可能要求银行加大“储粮过冬”的力度，以丰补歉。固然，较低的杠杆，更高的拨备覆盖有利于提高银行资产的安全性，但无疑也可以看作银行以当期盈利的减少换取未来资产压力的降低。
- **投资策略：**我们的投资策略选择了进可攻，退可守的两手准备，一方面，从成长性角度，关注业绩增长张力更强的银行，即资本充足率能够支持下一阶段信贷快速扩张的银行和净息差回升力度更强的银行，如招商银行、北京银行和民生银行；另一方面，资产质量优良、拨备充裕，适应政策收紧能力更强的银行，如建设银行。
- **风险提示：**经济复苏力度及持续性不足，银行反周期大规模放贷后，资产质量预期恶化。

2009 年的回顾——复苏态势显现，基础仍不牢固

复苏态势显现

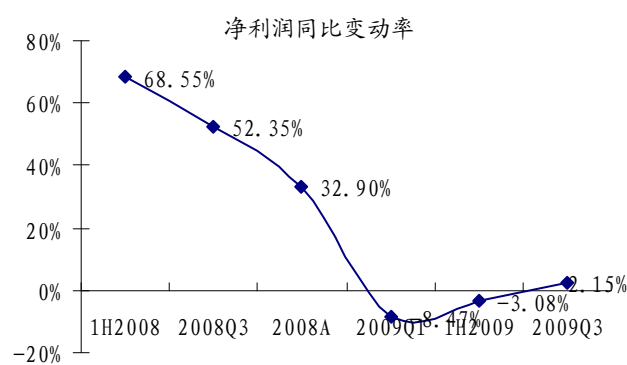
银行业绩同比增长率在 2008 年末探底之后，开始逐步回升。进入 3 季度以来，银行复苏迹象日渐显现，整体业绩同比与单季度环比均得以由负转正，2009 年 1-9 月，国内 14 家 A 股上市银行总共实现净利润 3385.90 亿元，同比增长 2.15%，第 3 季度实现净利润 1157.92 亿元，较上季度环比小幅增长 0.69%，维持了年初以来的正增长势头。从净利润表现看，国有大型商业银行稍显强势。从收入构成看，利息净收入占据了 79%，手续费及佣金净收入占比上升到了 17%。

Figure 1 从单季度净利润及环比变动看，银行业绩逐步回升



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 2 2009 年前 3 季度 A 股上市银行净利润同比增速转正



资料来源：世纪证券研究所

收入与拨备前利润方面，仅有交通银行、深发展和宁波银行能同时实现同比正增长，而行业整体水平则分别同比减少了 2.25%和 7.81%。表明信用成本降低成为银行业绩提升的重要因素。

Figure 3 2009 年前三季度 A 股上市银行营业收入、拨备前利润、净利润同比变动

证券简称	营业收入			拨备前利润			净利润		
	2008Q3	2009Q3	同比	2008Q3	2009Q3	同比	2008Q3	2009Q3	同比
深发展 A	107.41	111.14	3.47%	50.95	50.13	-1.61%	33.17	36.37	9.66%
宁波银行	24.90	28.63	14.96%	12.94	14.12	9.18%	11.27	11.03	-2.08%
浦发银行	257.07	263.42	2.47%	115.13	121.93	5.90%	98.44	102.90	4.53%
华夏银行	131.82	123.04	-6.65%	63.19	52.22	-17.36%	31.06	26.43	-14.93%
民生银行	272.28	313.49	15.14%	116.66	135.84	16.45%	86.37	102.01	18.11%
招商银行	425.24	378.32	-11.03%	211.47	158.13	-25.22%	189.99	130.78	-31.16%
南京银行	22.71	25.96	14.29%	13.86	14.92	7.59%	12.13	12.24	0.91%
兴业银行	222.68	219.56	-1.40%	109.85	98.61	-10.24%	94.27	95.72	1.54%
北京银行	89.51	85.86	-4.08%	52.41	47.46	-9.45%	43.89	43.93	0.10%
交通银行	574.09	574.39	0.05%	298.44	299.81	0.46%	227.89	229.70	0.79%

工商银行	2317.17	2266.34	-2.19%	1266.22	1146.91	-9.42%	927.30	999.08	7.74%
建设银行	1987.81	1973.75	-0.71%	1060.61	1024.08	-3.44%	842.34	861.19	2.24%
中国银行	1773.92	1688.81	-4.80%	855.13	737.86	-13.71%	592.00	620.56	4.82%
中信银行	309.78	272.12	-12.16%	148.33	131.27	-11.50%	124.51	113.95	-8.48%
银行业	8516.40	8324.83	-2.25%	4375.19	4033.28	-7.81%	3314.63	3385.90	2.15%

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

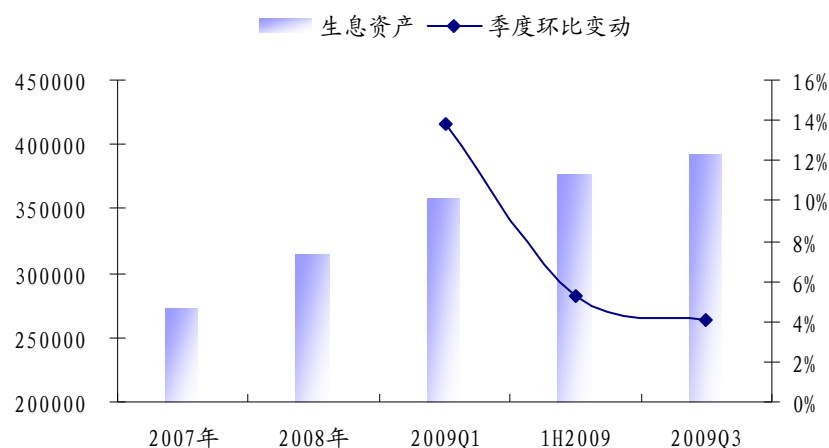
单位：亿元

信贷规模高速扩张是重要原因

截至 2009 年 9 月底, A 股上市商业银行生息资产总规模 39.20 万亿元, 较年初大幅增加了 24.73%。

Figure 4 A 股上市商业银行生息资产总规模变动

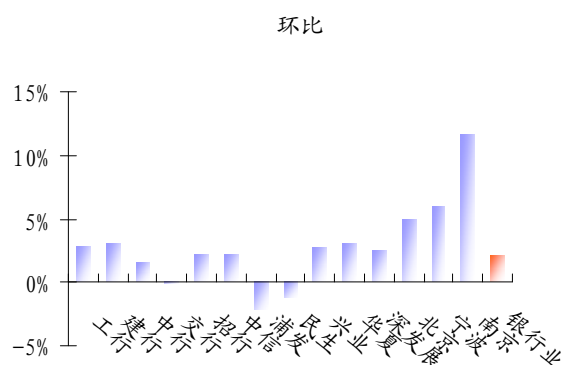
单位：亿元



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

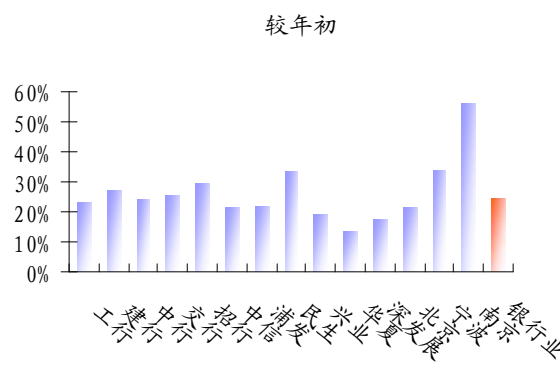
从各家银行表现看, 大型商业银行增速稳健, 而股份制商业银行与城商行则呈现出分化的格局, 尤其是 3 季度环比更呈现出明显的差异性。整体增长状况并未体现出明显的规模特征。

Figure 5 A 股上市银行 3 季度生息资产环比变动



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 A 股上市银行 3 季度生息资产较年初变动



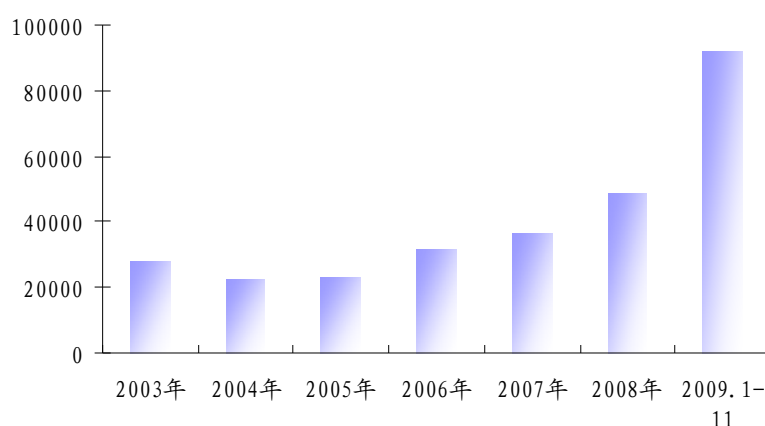
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

截至 2009 年 9 月底, 上市商业银行发放贷款及垫款规模达 22.12

万亿元，较年初增长 31.43%，为近年来少见的高峰。单季度环比增速则放缓至 3.97%，较上季度放慢了 4.95 个百分点。

单季度增速方面，大型商业银行由于资本充足，增速稳健；股份制商业银行则明显分化，浦发与民生受资本不足限制出现了负增长，但两行均实施了股权再融资补充资本计划，其落后格局已经得到改观，兴业银行与深发展增幅较为突出，高于可比公司整体水平；城商行整体增速较快，南京银行、北京银行和宁波银行环比增长了 6.45%、7.70%和 24.01%。

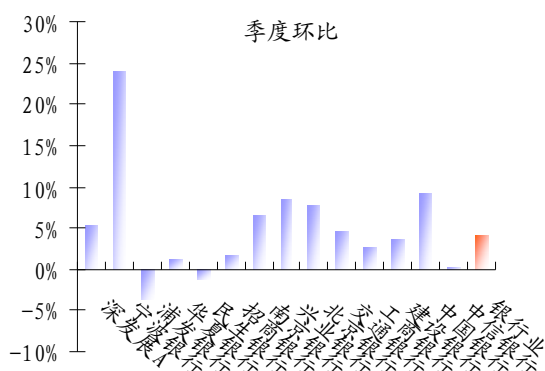
Figure 7 2009 年 A 股上市银行发放贷款及垫款创历史新高



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

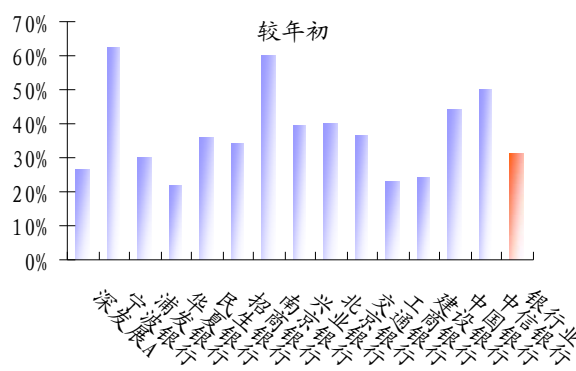
单位：亿元

Figure 8 3 季度贷款及垫款规模环比增速



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 9 3 季度贷款及垫款规模较年初增速



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

2009 年前 3 季度，A 股上市银行总共吸收存款 33.96 万亿元，较年初增长了 23.49%，3 季度环比增长 2.24%。大多数商业银行单季度增速均接近于行业平均水平，仅有贷款环比增速较高的城商行和负增长的浦发以及贷款增长明显落后行业整体水平华夏银行的存款增速与行业平均偏离较大。

Figure 10 2009 年前三季度 A 股上市银行吸收存款增速迅猛

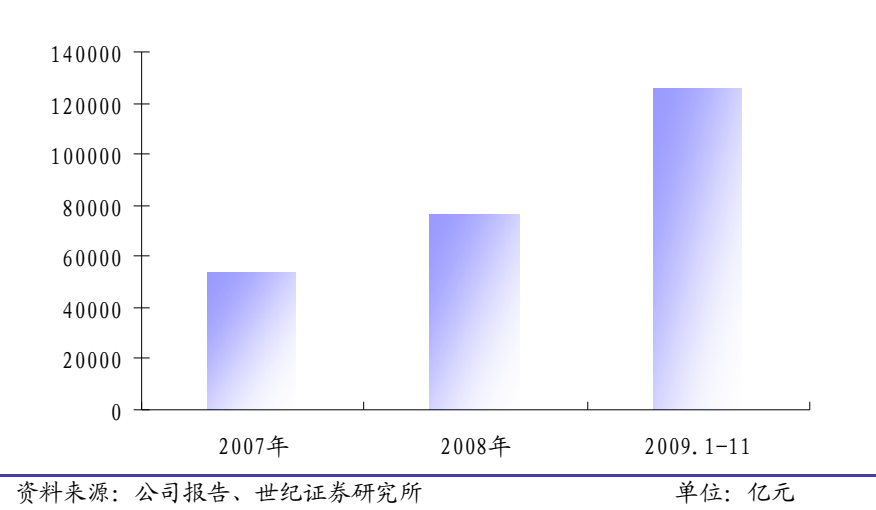


Figure 11 3 季度吸收存款规模环比增速

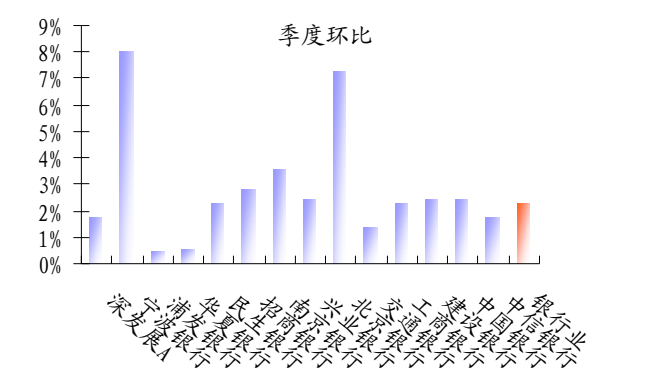
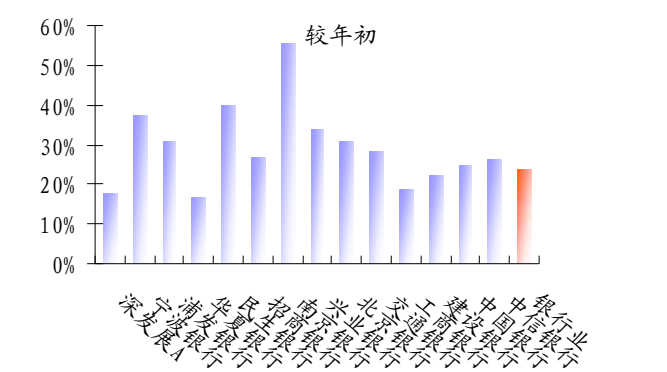


Figure 12 3 季度吸收存款规模较年初增速



净息差回升态势初现

净息差在 2 季度探底后，截至 3 季度末，大部分银行净息差均有不同幅度回升，中信、浦发、民生、兴业、华夏、交行的回升幅度均在 10bps 以上，仅有建行、深发展和南京银行有 1-3bps 的负增长，应与其信贷结构调整稍显落后有关，银行净息差整体呈见底反弹的格局。

Figure 13 3 季度银行净息差开始回升

	2008 年	2009Q1	2009Q2	2009Q3
工商银行	3.38	2.58	2.53	2.55
建设银行	3.55	2.58	2.69	2.68
中国银行	3.22	2.14	2.19	2.24
交通银行	2.94	2.16	2.11	2.23
招商银行	3.38	2.33	2.18	2.24
中信银行	3.36	2.52	2.37	2.51
浦发银行	2.96	2.12	2.14	2.29

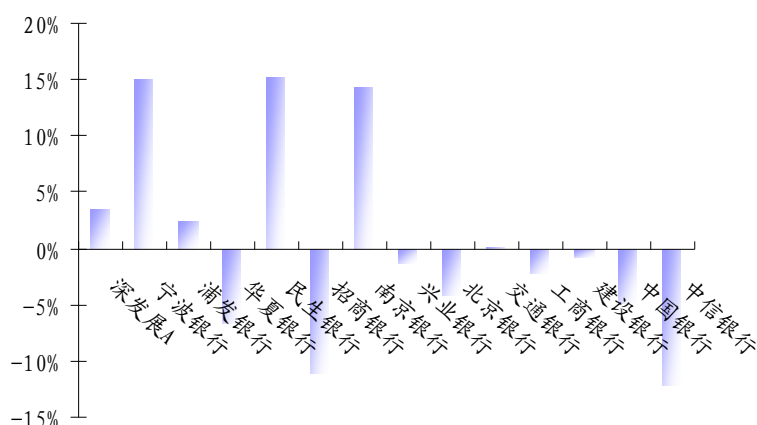
民生银行	3.29	2.58	2.39	2.61
兴业银行	2.92	2.34	2.27	2.39
华夏银行	2.07	1.40	1.48	1.59
深发展	3.22	2.70	2.63	2.60
北京银行	2.97	2.42	2.35	2.37
宁波银行	3.47	2.96	2.94	3.00
南京银行	3.29	2.72	2.70	2.67

资料来源: Wind 资讯

手续费及佣金净收入同比涨跌互现

银行业手续费及佣金净收入同比增长参差不齐, 宁波银行、南京银行和民生银行均有约 15% 的同比增幅, 而大部分银行仍为负增长。我们认为, 近年来给银行业带来大笔手续费收入的基金代理、债券承销业务对市场的依赖度较高, 起伏较大, 而收入相当较稳定银行卡等业务尚不能形成足够支撑, 导致银行非息收入持续波动。

Figure 14 2009 年 3 季度手续费及佣金净收入同比增长参差不齐



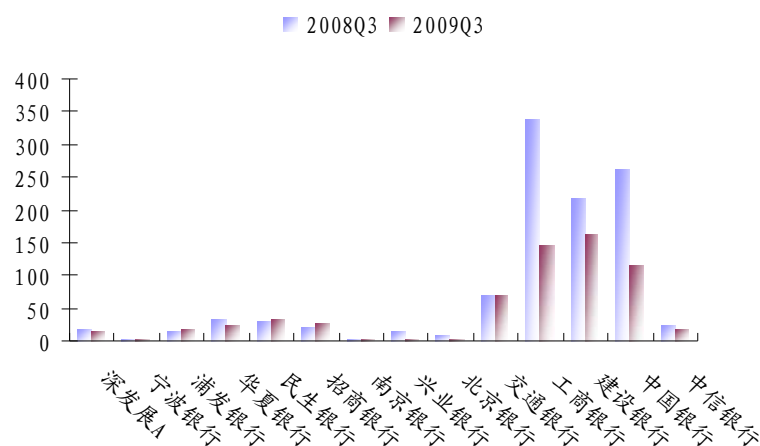
资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

资产质量保持良好, 信用成本降低成为提升业绩的重要因素

公布相关数据的 13 家上市银行中, 除浦发银行反弹 3bps 外, 其余各家银行不良率较中期均有不同幅度降低, 相应地, 除浦发外的其他银行拨备覆盖率也较中期有了进一步的提升, 除交行、中行与工行外的所有银行拨备覆盖率均超过了 150%, 招行、兴业和浦发保持在 200% 以上。

不良贷款在今年初的低位再进一步下降, 大幅减轻了银行拨备压力, 令信用成本在前三季度保持低水平, 且去年底大部分银行主动增加了拨备, 因此, 银行拨备覆盖率虽然比率上升, 但实际相应支出则下降。上市银行今年前三季度资产减值计提支出共计 647.38 亿元, 同比降幅达 38.96%, 成为业绩得以同比增长的主要原因。

Figure 15 今年前三季度资产减值损失计提支出大幅低于去年同期



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 16 2009 年 3 季度上市银行不良率进一步下降

证券简称	2008 年	2009Q1	2009Q2	2009Q3
深发展 A	0.68	0.61	0.72	0.65
宁波银行	0.92	0.91	0.85	0.76
浦发银行	1.21	0.96	0.9	0.93
华夏银行	1.82	N/A	1.55	N/A
民生银行	1.2	1.17	0.86	0.82
招商银行	1.11	1.01	0.86	0.83
南京银行	1.64	N/A	1.37	1.26
兴业银行	0.83	0.72	0.67	0.61
北京银行	1.55	1.33	1.14	1.01
交通银行	1.92	1.62	1.51	1.44
工商银行	2.29	1.97	1.81	1.68
建设银行	2.21	1.9	1.71	1.57
中国银行	2.65	2.24	1.8	1.6
中信银行	1.36	1.07	0.99	0.96

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 17 A 股上市银行拨备覆盖率进一步提升

	2008A	2009Q1	1H2009	2009Q3
深发展 A	105.14	130.43	133.07	153.18
宁波银行	152.50	154.92	160.41	167.99
浦发银行	192.49	218.32	216.03	212.84
华夏银行	151.22	N/A	153.36	N/A
民生银行	150.04	151.40	169.93	185.82
招商银行	223.29	219.31	241.39	245.10
南京银行	170.05	N/A	164.68	172.52
兴业银行	226.58	229.82	218.78	228.44

北京银行	180.23	186.27	200.41	212.45
交通银行	116.83	119.87	123.00	131.06
工商银行	130.15	132.02	138.20	148.37
建设银行	131.58	141.75	150.51	161.08
中国银行	121.72	126.47	138.96	144.66
中信银行	150.03	157.16	150.05	159.59

资料来源：公司报告

宏观环境分析——从保增长到调结构

由于当前外部环境比较复杂，国内实体经济复苏的力度与可持续性也存在着不确定性，因此现阶段政策方面并没有体现出很强的趋向性变化，今年以来宽松的政策环境依然在延续。但从 2010 年全年看，如果政策重心从单纯“保增长”向“调结构”转向，银行面临的政策环境将紧于 2009 年，公开市场操作回收流动性、提高法定存款准备金、加息这三大货币政策工具可能在 2010 年逐一实施。

2010 年——收入增长确定中潜伏的不确定因素

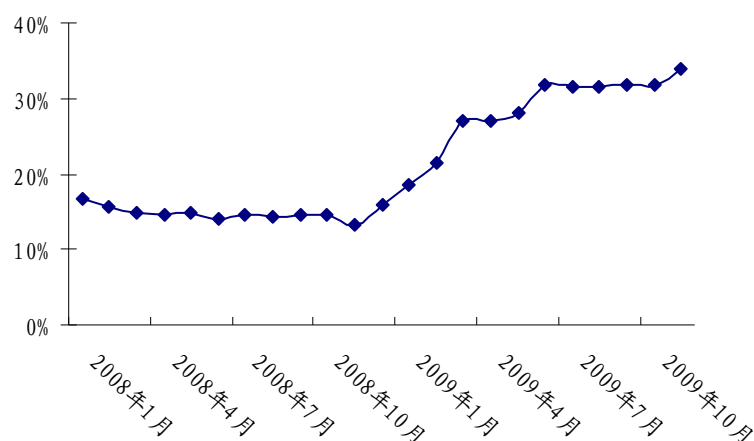
利息业务收入增长确定性较高

从决定利息收入的两大因素予以分析，我们认为明年银行信贷规模增速虽然不及今年，但仍将保持适量的增长，而净息差则能延续今年 2 季度以来的回升势头，最终使银行利息业务呈量价齐升的格局，从而保障利息收入的稳健增长。

贷款的稳健增长预期为利息业务收入提供了基础

从供给角度看，经历了 2009 年的前所未有的快速扩张后，在宏观经济政策重心逐渐从刺激经济，保证增长向稳定增长，结构调整方向转变的背景下，无论从银行自身内在的放贷潜力还是监管层对银行业谨慎经营的外在监管指引和要求，都会促使信贷规模增速从 2009 年的高速逐渐向 2010 年的稳健过渡，但经济复苏要得到持续和向基础设施建设以外的部门延伸，必然需要适当规模的信贷予以支持。在我们判断 2010 年贷款余额同比增速在 19% 左右，基本处于 2008-2009 年信贷同比增速的中位数，折合新增贷款约 7-7.5 万亿元。

Figure 18 2008 年初-2009 年 11 月人民币贷款余额同比增速统计



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

银行放贷潜力方面, 由于前一轮信贷快速扩张, 对自有资本的消耗很快, 大部分股份制商业银行的资本充足率均接近了 10% 的监管红线, 根据我们统计, 资本充足率在 10% 附近的股份制商业银行, 均有提出不同形式的再融资计划, 且部分银行已经实施, 但那些未完成资本金补充的银行均面临业务扩张受到资本充足率限制的问题。此外, 从存贷比方面看, 2009 年 3 季度除工行、建行、北京银行和南京银行外, 其余各家银行该比率都超过了 70%, 有 4 家银行超过了 80%, 而相比 2008 年同期, 只有民生银行以 78.79% 超过了 75% 的标准线, 14 家商业银行中有 8 家存贷比在 70% 以下, 可见, 存贷比处于高位的银行的放贷也会受到一定制约。综上所述, 银行 2010 年的放贷潜力不及今年。

Figure 19 A 股上市商业银行资本充足率统计

证券简称	2008A	2009Q1	2009Q2	2009Q3
深发展 A	8.58	8.53	8.62	8.6
宁波银行	16.15	14.78	12.84	11.25
浦发银行	9.06	8.72	8.11	10.16
华夏银行	11.4	N/A	10.36	N/A
民生银行	9.22	N/A	8.48	N/A
招商银行	11.34	10.95	10.63	10.54
南京银行	24.12	N/A	15.2	13.21
兴业银行	11.24	N/A	9.21	10.63
北京银行	19.66	N/A	16.12	N/A
交通银行	13.47	12.77	12.57	12.52
工商银行	13.06	12.11	12.09	12.6
建设银行	12.16	12.37	11.97	12.11
中国银行	13.43	12.34	11.53	11.63

中信银行	14.32	13.42	12.04	11.24
------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司报告

Figure 20 2008 年以来 A 股上市银行存贷比统计

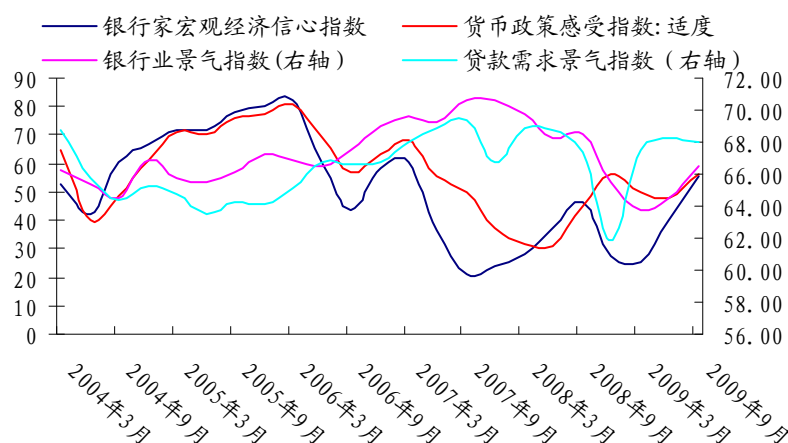
	2008Q1	1H2008	2008Q3	2008A	2009Q1	1H2009	2009Q3
深发展 A	72.68%	70.01%	72.64%	78.14%	79.09%	81.39%	84.20%
宁波银行	68.31%	67.45%	64.49%	63.59%	62.13%	65.32%	74.98%
浦发银行	70.01%	72.62%	72.07%	71.92%	78.71%	74.56%	71.44%
华夏银行	72.30%	71.19%	70.56%	71.22%	74.74%	73.77%	74.17%
民生银行	81.35%	79.38%	78.79%	82.27%	78.83%	82.83%	80.04%
招商银行	68.63%	69.04%	65.14%	68.18%	67.31%	73.23%	72.37%
南京银行	62.62%	59.42%	59.64%	62.26%	60.08%	62.30%	64.05%
兴业银行	82.26%	81.16%	79.17%	77.48%	79.10%	76.47%	80.86%
北京银行	61.02%	61.08%	59.23%	59.43%	63.29%	63.35%	63.60%
交通银行	68.01%	67.24%	67.64%	69.61%	73.57%	71.75%	73.94%
工商银行	57.19%	56.15%	54.35%	53.94%	55.66%	55.60%	55.81%
建设银行	59.32%	59.60%	57.81%	57.77%	58.28%	57.94%	58.57%
中国银行	64.02%	63.76%	63.64%	61.66%	62.48%	66.74%	71.18%
中信银行	73.42%	73.36%	74.32%	68.87%	77.55%	83.02%	81.78%

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

政策与监管方面，管理层出于银行资产安全性以及经济增长健康角度，可能令 2010 年上市商业银行面临的外部环境趋于严格，管理层可能采取的手段有：资本充足率及其补充方式标准的调整、公开市场操作、法定存款准备金率、基准利率、贷款窗口指导等。

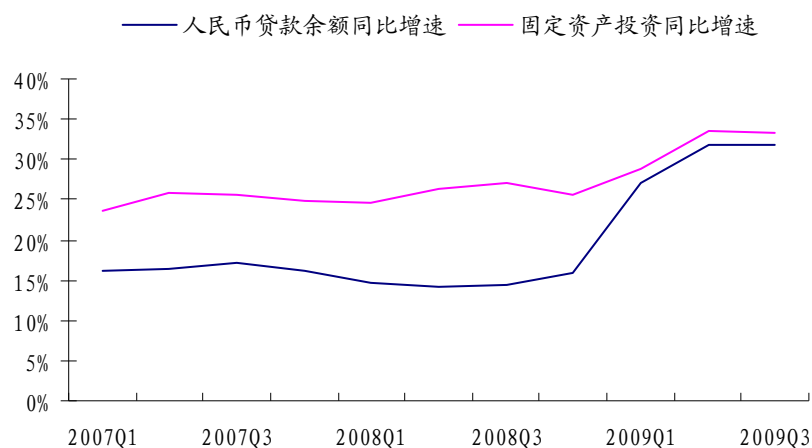
从信贷需求角度看，随着经济形势的好转，贷款需求景气度已经回到了历史的相对高位，2009 年巨额贷款投向了大批基础设施建设项目，这部分项目的长周期性会令贷款的发放具备持续性，而 2010 年新开工的项目也会进一步增加信贷需求，再进一步考虑到实体经济复苏带动私人部门投资的增加，2010 年信贷需求应能保持旺健。

Figure 21 贷款需求景气度回升



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 22 固定资产投资增速与信贷增速

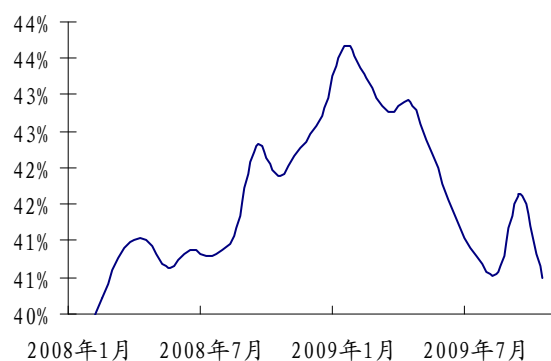


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

净息差回升趋势有望贯穿明年上半年

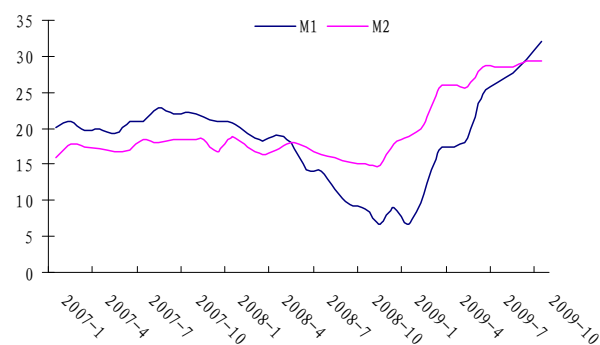
基于以下几个方面,我们判断 2010 年银行净息差将延续 2009 年的上升趋势。一、存款活期化趋势将进一步降低银行利息支出成本。在 CPI 转正的趋势明朗以后,随着居民投资消费欲望的增加,定期存款搬家的状况将加剧,存款活期化将得到延续;二、2010 年生息资产收益率应超过 2009 年。首先,基于对央行公开市场操作方向的判断,货币市场资金的收益率趋于上升;其次,信贷供给不如今年宽松,而贷款需求依然旺盛的背景下,银行议价能力的提升,有利于贷款收益率的提高;三、相比今年初的高比例的票据贴现贷款,2010 年中长期贷款占比应高于 2009 年,信贷结构应能进一步优化,因此,净息差回升趋势贯穿明年上半年为大概率事件。此外,随着 CPI 的走高,下半年可能出现的加息预期,一方面有利于银行贷款净息差的提升,另一方面也能提高银行固定收益类投资的回报率,从而整体提高银行生息资产的收益率。

Figure 23 2009 年以来定期存款占比逐步走低



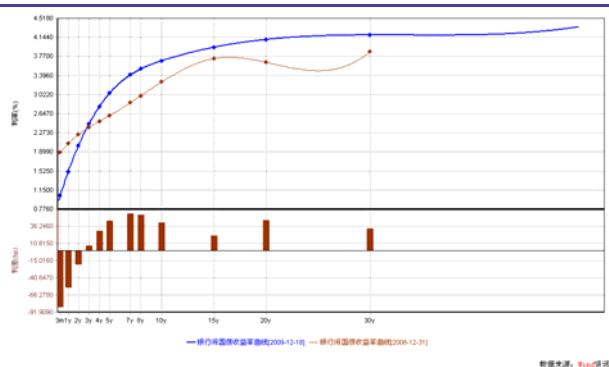
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 24 M1-M2 同比增速剪刀差掉头,存款活期化态势明显



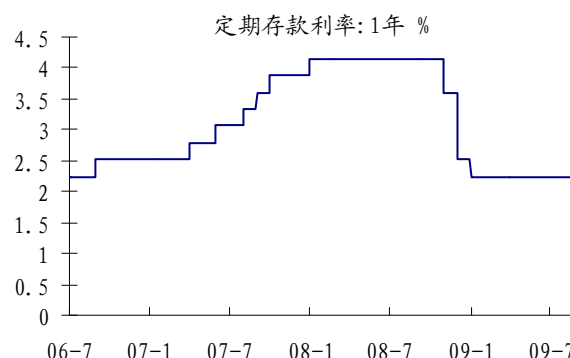
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 25 银行间国债收益率曲线趋于上升



资料来源: Wind 资讯

Figure 26 2006 年 7 月以来存款基准利率变动统计



资料来源: 央行网站

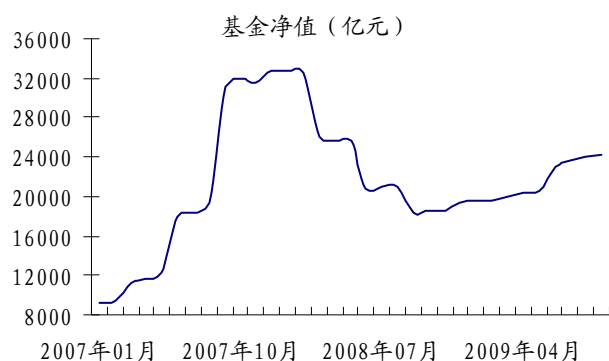
非息收入有望保持良性增长

与国外同行的收入结构相比,中国商业银行中间业务占营业收入比重低,而加大中间业务营销力度,提高中间业务收入占比的发展战略基本已经被国内银行界所普遍认同,特别是在目前业绩增长受到净资本限制的形势下,资本消耗较小的中间业务,更容易被银行视为拉动业绩增长的驱动器。我们看好 2010 年非息收入的成长性。

从分业务构成看,预计 2010 年银行理财业务与代理业务将重新步入上升通道。从银行理财产品的顾客,以及代理买卖基金业务中银行的间接顾客——基金投资者的风险偏好方面予以分析,相对股票投资者,这两个人群对于市场波动的敏感度较低。经历 2008 年的深幅下跌后,理财产品与基金的投资者多趋于谨慎,因此即使股市出现了大幅回升,其财富效应的传递仍需时日。因此 2009 年上半年理财与代理业务的低潮,可以视为股市财富效应向基金及银行理财传递的延迟期。从上述两种投资产品的历史规模变动也可以体现这种滞后性的特征,在股票型理财产品方面,在 2007 年 4 季度和 2008 年 1 季度发行数量为近 2 年最大,而基金净资产的规模也在同期达到了顶峰,但在此期间,股市行情则体现为见顶回落,而在股市见底回升的 2009 年 4 季度,上述两种产品的规模却相继见底。

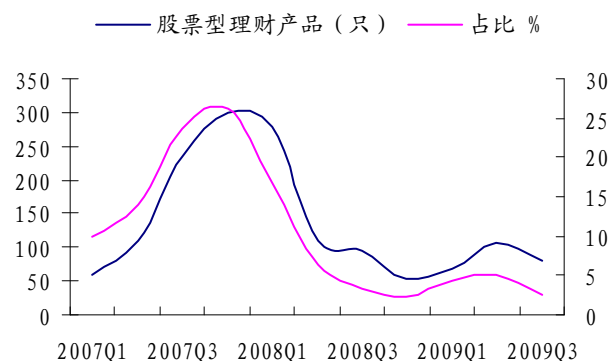
目前银行理财产品与基金净资产规模增长正在逐渐提速,但离历史高位还有明显的差距。我们认为随着股市一度超过 100% 的涨幅带来的财富效应逐渐转化,银行代理基金买卖业务和理财业务的颓势将得到扭转。

Figure 27 2007 年以来基金净值统计



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 28 2007 年以来银行股票型理财产品及占比统计

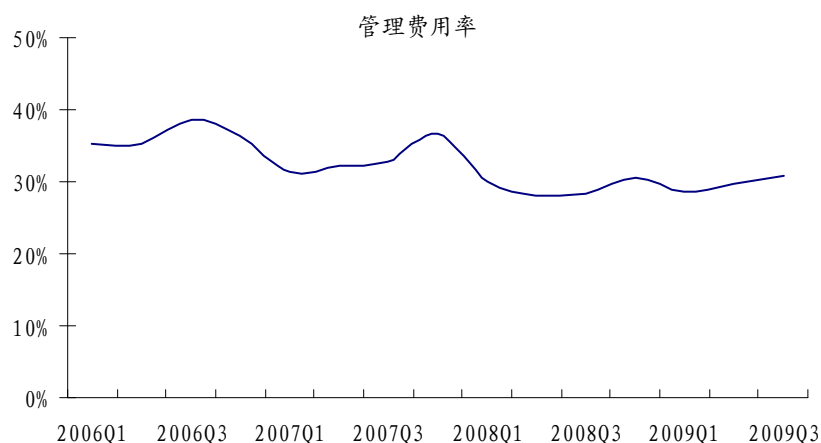


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

管理费用率继续保持稳定

我们对上市商业银行 2006 年以来各个财务时段的管理费用率进行了统计, 管理费用/营业收入比基本处于 30-35% 区间, 近年来呈缓慢下降趋势。由于商业银行管理费用支出占比最高的项目的员工薪酬支出具有一定刚性, 因此在营业收入增长确定性较高的判断前提下, 我们认为 2010 年银行管理费用率仍能继续稳定在 35% 以下的水平。

Figure 29 近年来, 上市商业银行管理费用率保持稳定



资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

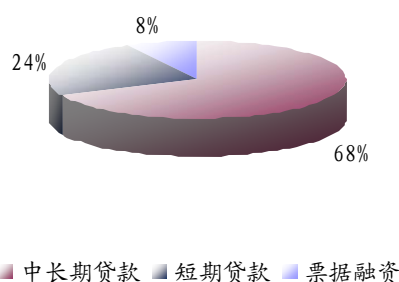
不良率-拨备支出短期无碍, 但未来回升的压力不容忽视

拨备覆盖率提高背后的拨备支出减少

从 2009 年新增贷款构成看, 中长期贷款和短期票据占比高达 73.71%, 因此对 2010 年前半段而言, 不良贷款形成率将依旧保持在低水平, 由此而产生的信用成本压力较小。事实上, 在今年前三季度, 银行已经采用的降低拨备支出来提升业绩的做法, 就是建立在今年低不良贷款生产率和去年底存量贷款排查和重分类基础上的, 具体体现为净利

润增速要高于营业收入和拨备前利润增速。而基于我们对 2010 年信用成本变化趋势的判断，在监管环境不发生变化的前提下，银行通过低额度拨备支出来反拉业绩可能继续贡献银行业绩增长。

Figure 30 2009 年新增贷款结构



资料来源: Wind 资讯

未来存在拨备回升的压力

2009 年在全球金融危机, 大批国际金融机构资产状况迅速恶化的背景下, A 股上市商业银行的不良率却屡创新低, 这种超常规现象与年初以来持续出台的经济刺激政策和宽松的资金面带来的流动性充裕, 信贷需求增加以及经济景气度回升有关。对于 2010 年, 我们认为不良贷款形成率可能出现小幅回升, 一方面是因为随着政府工作重心逐渐从“保增长”向“调结构”转变, 部分技术落后、产能过剩的行业将经历冲击, 由此会将经济结构调整的“阵痛”传输给银行; 另一方面, 透过 2009 年中国经济景气度回升的表象, 可以发现政府投资和去库存化起到了很大程度的作用, 随着这部分效应的褪色, 在经济完全回复健康增长之前, 银行在金融风暴中所投放的巨额贷款的质量存在隐忧。

来自于监管层的压力可能增加

事实上, 监管层对于银行业反周期高速放贷的态度一直较为谨慎, 并相应地出台了一系列政策, 拨备覆盖率相关的就有三次。对于三次拨备的政策思路, 我们认为是出于 2009 年银行不良率不断下降, 拨备覆盖率被动提升的状况, 管理层希望通过调高拨备覆盖率, 用监管手段将银行拨备覆盖支出的绝对数额保持在安全的水平。而对于 2010 年, 如果监管层继续维持这种思路, 而银行业的不良率继续走低, 不排除监管层再次调高拨备覆盖要求; 如果不良率出现反弹, 虽然监管层可能不会在拨备覆盖率上提更高要求, 但态度可能比前者更趋谨慎, 银行更需要主动增加拨备。因此无论朝哪个方向变化, 都会产生信用成本的提升压力。

Figure 31 2009 年政策面关于拨备覆盖率要求的变动

时间	事件	拨备覆盖率要求
2009 年 1 月	2009 年第一次经济金融形势通报会	提高到 130%，从事业务风险较高的银行提高到 150% 以上
2009 年 7 月	2009 年第三次经济金融形势通报会	提高到 150%以上
2009 年 11 月	/	再次强调年底前要达到 150%以上

资料来源：世纪证券研究所

资本充足率差异将促进信贷规模增速分化

如前文分析，管理层对银行监管的谨慎态度同样反映在资本充足率上，而 2009 年的大规模放贷，快速消耗了银行资本，各商业银行资本充足率及核心资本充足率均有明显降低，部分激进的银行已经接近监管红线。从历史经验看，超过 70%的贷款额度都会在上半年发放完毕，且由于对明年下半年流动性趋紧的判断，我们认为资本充足率的差异将促进 2010 年信贷规模增速分化，自身资本充足率较高以及能够及时完成资本金补充的银行才能突破资本约束，将信贷增速保持在较高水平。

Figure 32 政策面关于商业银行资本充足率相关的变动

时间	事件	要求
2009 年 10 月	《关于商业银行资本补充机制的通知》	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 年 11 月	/	否认提高大型银行资本充足率监管标准至 13%
2009 年 11 月	《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。
2009 年 12 月	银监会副主席王兆星撰文	中小银行的最低资本充足率为 10%，而对大型银行的最低资本充足率要求为 11%

资料来源：世纪证券研究所统计

Figure 33 A 股上市银行 2009 年筹资方案统计

公司名称	融资方案
深发展	中国平安注资，约 106 亿元
招商银行	A+H 配股，筹资 180-220 亿元
兴业银行	每 10 股配 2.5 股新股
宁波银行	拟公开发行 25 亿次级债，50 亿元金融债，并非公开增发 4.5 亿 A 股，筹资约 50 亿元
民生银行	发行 H 股 33.22 亿股，合计融资 265.7 亿元，已经完成
浦发银行	非公开增发，筹资 148 亿元，已经完成

资料来源：公司公告

Figure 34 上市商业银行资本充足率及核心资本充足率统计

证券简称	资本充足率				核心资本充足率			
	2008A	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2008A	2009Q1	2009Q2	2009Q3
深发展 A	8.58	8.53	8.62	8.6	5.27	5.23	5.08	5.2
宁波银行	16.15	14.78	12.84	11.25	14.6	13.44	11.56	10.02
浦发银行	9.06	8.72	8.11	10.16	5.03	4.84	4.68	6.76
华夏银行	11.4	N/A	10.36	N/A	7.46	N/A	6.84	N/A
民生银行	9.22	N/A	8.48	N/A	6.6	N/A	5.9	N/A
招商银行	11.34	10.95	10.63	10.54	6.56	6.54	6.5	6.61
南京银行	24.12	N/A	15.2	13.21	20.68	N/A	13.31	11.63
兴业银行	11.24	N/A	9.21	10.63	8.94	N/A	7.41	7.5
北京银行	19.66	N/A	16.12	N/A	16.42	N/A	13.48	N/A
交通银行	13.47	12.77	12.57	12.52	9.54	8.88	8.81	8.08
工商银行	13.06	12.11	12.09	12.6	10.75	9.97	9.97	9.86
建设银行	12.16	12.37	11.97	12.11	10.17	9.6	9.3	9.57
中国银行	13.43	12.34	11.53	11.63	10.81	9.88	9.43	9.37
中信银行	14.32	13.42	12.04	11.24	12.32	11.47	10.45	9.84

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

2010 年银行业的关注重点

积极因素——寻找量价齐升幅度大的银行

量方面，在明年 1 季度宽松货币尚未完全退场的情况下，资本充足率保持充裕的银行，包括及时启动融资完成资本金补充的银行，能够抓住机会，完成信贷的再一轮快速扩张，从而为全年利息业务收入提供规模基础。

价方面，以下特征的银行净息差回升力度会较强，一是议价能力强的银行；二是在货币市场操作能力较强的银行；三是活期存款占比高，净息差在降息周期中受影响大的银行，在基准利率重新步入上升通道时，能够最大程度受益。

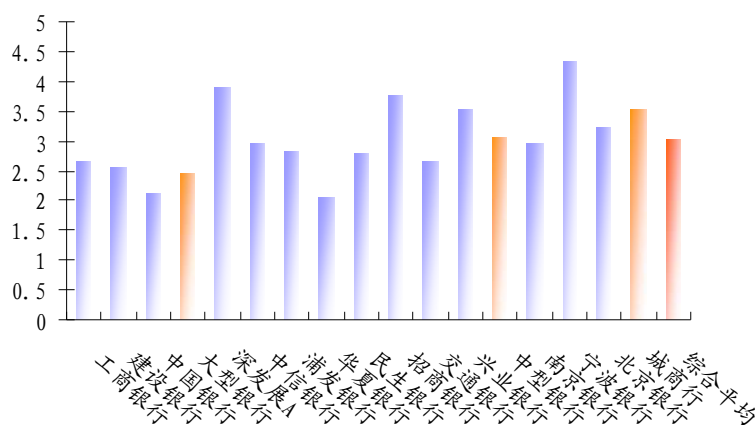
消极因素——寻找抵御调控能力强的银行

考虑到未来政策调控变化的切入点将集中在资本充足率、拨备覆盖率和三大货币政策工具上，因此，资本和核心资本充足率远离监管红线的银行、资产质量更好，拨备更充裕的银行以及超储率更高、活期存款占比更高的银行具有更强的抵御调控能力。

行业评级

目前 A 股上市银行的估值水平基本处于合理区间,考虑到相对宽松的货币政策在短期内迅速退出的可能性不大,有融资计划的商业银行如果能在 2010 年 1 季度及时完成资本金补充,则能进一步拉动信贷规模增速;净息差上升的格局则有望贯穿 2010 年全年,在量价齐升的情况下,银行业利息净收入增势基本可以确定;而在非息收入良性增长,费用支出保持稳定,信用成本短期无碍的预测前提下,银行 2010 年业绩保持正增长具备较稳固的基础,暂时维持银行业“强于大市”投资评级。我们的担忧主要来自于更长远的两方面消极因素,一方面是经济救助政策逐渐退场后,在不那么充裕的流动性背景下,不良率可能出现反弹,银行前一轮的快速扩张可能在未来带来信用成本的提升,而银行目前低拨备支出反拉业绩的策略,可能进一步加剧这种隐忧;另一方面,管理层对银行风险控制趋紧的预期,可能会以降低银行杠杆的形式,令银行的扩张速度低于预期,同时也可能要求银行加大“储粮过冬”的力度,以丰补歉。固然,较低的杠杆,更高的拨备覆盖有利于提高银行资产的安全性,但无疑也可以看作银行以当期盈利的减少换取未来资产压力的降低。

Figure 35 A 股上市银行 PB 对比



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 36 A 股上市商业银行 PE 统计

	2009E	2010E	2011E
工商银行	13.71	11.64	9.91
建设银行	12.84	10.72	9.11
中国银行	13.73	11.27	9.19
大型银行	13.43	11.21	9.41
深发展 A	16.37	13.37	10.42

浦发银行	13.42	11.01	8.98
华夏银行	17.51	14.27	11.62
民生银行	14.41	13.30	10.92
招商银行	18.21	14.41	12.16
兴业银行	16.10	13.30	11.02
中信银行	20.81	17.01	14.26
交通银行	14.14	11.55	9.50
中型银行	16.37	13.53	11.11
北京银行	19.74	15.58	13.01
南京银行	21.28	16.50	13.12
宁波银行	28.15	21.93	16.80
城商行	23.06	18.00	14.31
综合平均	17.25	14.03	11.46

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2010 年投资策略

在 2010 年银行业绩增长确定性较大，而来自于政策面、监管和资产质量等不确定因素开始逐步浮现的背景下，我们的投资策略选择了进可攻，退可守的两手准备，一方面，从成长性角度，关注业绩增长张力更强的银行，即资本充足率能够支持下一阶段信贷快速扩张的银行和净息差回升力度更强的银行，如招商银行、北京银行和民生银行；另一方面，资产质量优良、拨备充裕，适应政策收紧能力更强的银行，如建设银行。

风险因素

经济复苏力度及持续性不足，银行反周期大规模放贷后，资产质量预期恶化。

重点公司

招商银行（600036.SH）

公司是国内最领先的零售型银行，2006 年以来一直维持了高速增长的势头。但在这轮降息周期中，由于其高比例的活期存款，导致公司净息差上半年同比大幅下降，最终令前三季度业绩不尽人意。

前三季度贷款发放速度在行业中处于靠前位置，第 3 季度净息差的环比反弹 6pbs，表明其净息差已经重新步入上升通道。且中报显示招行在票据融资占比达 2078.81 亿元，同比增长 117%，占 09 年上半年新增

贷款的 40%，具有更大的替代空间。

因此随着存款活期化的趋势进一步明朗，票据融资向一般性贷款转化，公司净息差有更强的回升张力，在上半年信贷规模高速增长和信用成本保持在低水平的背景下，最终带来业绩的反弹。我们公司预计业绩回升的局面会进一步延续，如果公司配股后，资本金补充能按时到位，公司业绩的扩张能力将更得到进一步增强，同时公司的资产业务结构也令公司在宽松货币政策退出后具备更强的适应能力。

暂不考虑配股因素在内，预计公司 2009-2011 年 EPS 为 1.15、1.30 和 1.41 元，每股净资产为 5.26、6.15 和 7.15 元，维持“增持”投资评级。

北京银行（601169.SH）

公司 2009 年 1-9 月实现净利润 43.93 亿元，在营业收入下降 4 个百分点前提下，同比微升 0.09%，主要原因是公司在第三季度仅新增拨备 0.66 亿元，整体拨备支出较去年同期减少了 4.99 亿元。

单季度净利息收入环比显著回升：信贷业务“量价齐升”是利息收入环比增长出现向上拐点的主要原因。信贷规模方面，放贷节奏在 3 季度有所加快，贷款及垫款规模较年初增长 40.09%，超过中期 10.01 个百分点；生息资产收益率方面，前三季度净息差为 2.37%，较中期回升了 2 个基点，扭转了此前净息差下滑的趋势，也表明第三季度净息差回升幅度更为强烈。

中间业务发展态势良好：公司前三季度累计实现手续费及佣金净收入人民币 4.91 亿元，同比增长了 31.28%，增长态势良好，但占营业收入的比重依然只有 5.72%，对利润贡献度依然有限。

公司前三季度管理费用支出 19.56 亿元，同比下降 3.11%，但环比增加了 2.35 亿元，大增 38.21%，令费用收入比由中期的 19.80%，上升到 22.78%，一定程度影响了公司三季度业绩。

公司资产质量进一步提高，不良贷款余额 27.11 亿元，不良率 1.01%，分别较年初降低 2.76 亿元和 0.54 个百分点，也低于中期水平，拨备覆盖率上升至 212.45%。在高拨备及不良“双降”的基础上，公司适当压缩了拨备计提：新增不良贷款拨备 3.53 亿元，同比减少 58.57%，三季度仅计提了 0.66 亿元，环比减少了 75.91%，释放了业绩。

维持公司 2009-2011 年每股预测收益 0.99 元、1.19 元和 1.27 元，考虑到公司下半年以来的信贷扩张进一步提速，净息差的见底回升，以及充裕的拨备和良好的资产质量，维持“增持”投资评级。

民生银行（600016.SH）

主营业务复苏态势明显：剔除海通证券投资收益因素干扰，与中期数据相比，公司各项业绩收入指标降幅较中报均有显著收窄，一方面表明投资收益的爆发性增长仍是公司今年以来业绩正增长的最主要原因，另一方面也显示公司主营业务复苏迹象日益明显。

信贷结构优化，息差大幅回升：公司前三季度净息差为 2.61%，较中期上升了 18 个 pbs，符合我们中报点评中“公司净息差已经处于谷底，三季度以后将逐步回升”的判断。除存款活期化因素外，贷款结构中低收益率的票据贴现部分朝高收益的一般性贷款转化，是净息差上升的主要原因。未来仍有超过 600 亿元置换空间。

手续费收入环比基本持平，全年有望实现正增长：公司前三季度实现手续费及佣金净收入同比下降了 25.20%，其中三季度实现净收入 12.54 亿元，基本与第二季度持平，高于去年同期 3.63 个百分点，由于去年四季度基数低，预计全年有望实现正增长。

H 股发行有力提升了公司资本实力：H 股融资的顺利实现，令公司资本充足率从中期的 8.48% 上升到 11% 以上，公司上半年面临的资本充足率不足问题将得到一次性解决。

资产质量良好：公司不良贷款持续“双降”，拨备覆盖率大幅上升至 185.82%，较中期再次大幅提高了 16 个百分点。前三季度信用成本下降至 0.38%，同比下降了约 13bps。

投资要点：我们看好 H 股融资对公司实力的提升效应，在公司信贷结构不断优化，净息差大幅回升，中间业务逐步复苏以及信用成本处于低水平的背景下，预计公司仍将保持良好的增长势头，维持“增持”评级。

建设银行（601939.SH）

公司前三季度共实现净利润 8.62 亿元，同比增长 18.56%，其中第三季度实现净利润 3.03 亿元，环比略有增长，表明主营业务复苏态势明显，与中期数据相比，公司各项业绩收入指标进一步改善，信贷结构优化，息差 2.41%，降幅较中期进一步缩小；手续费收入依然保持良好的增长势头，全年有望实现正增长；资产质量良好：公司不良贷款持续“双降”，拨备覆盖率大幅上升；维持“增持”评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.