

进入银行股最佳投资期

—2010 年投资策略

研究结论

- 财报效应支持 2010 年银行股获得相对收益

通过实证检验，我们发现了银行财报效应的存在。即使银行业绩多在预期之内，仍对相对收益构成显著性影响。同时我们发现，银行披露高于 25% 的利润增速的财报时，跑赢大盘的概率达到 2/3。我们认为，财报效应反映了银行研究存在着关键信息缺失，因而导致了“朦胧折价”。

绝对利润增速与相对收益相联系，解释了为什么 2009 年银行利润负增长幅度明显好于平均，财报披露月却显著落后于大盘的原因。我们预计 2010 年银行业利润增速将达到 30%，利润重现较高增长，将对 2010 年银行也的相对收益提供支撑。

- 2010 年行业净利润增速将达到 30%

与市场观点不同，我们认为：（1）尽管贷款时点增速将下降至 17.6%，但贷款日均余额增速将至少达到 20.2%，生息资产日均余额增速也有 18.3% 的增速。（2）即使不加息，净息差仍能实现 15BP 的环比上升；（3）费用的反弹压力小于市场预期。2009 年前 3 季度真实费用增速反弹压力是 5 个而不是 11 个百分点。且市场已经在 2009 年盈利预测中体现了费用反弹压力。预计 20% 的费用增速即可满足实际费用增长需要与应付工资的计提要求。（4）2010 年贷款质量仍很安全，信用成本不会反弹。

- 监管滞后周期的压力将小于预期

我们认为，监管力度是滞后周期的。经济的持续复苏会舒缓监管层对于巨额信贷投放的担忧。未来监管力度进一步超预期的可能性十分有限。

若监管层不进一步提高资本要求，银行再融资压力远没有市场想象的重。若银行适度降低分红比例，仅靠自身利润留存就可以支持明年 7.2 万亿的信贷增量。此外，对存贷比的再度监管影响也很小。

- 银行进入最佳投资期，推荐招行、交行和南京

从经验来看，中国银行业的最佳投资期是在经济复苏趋势确认，至加息前半段。2010 年正要进入这样一个阶段。银行股有望同时获得相对收益和绝对收益。

同时目前银行十分安全。不论综比自身、横比 A 股或者看 A-H 溢价率，A 股银行都已经几无可跌。高安全边际+大范围的收益前景，投资银行胜出概率更大。

我们仍偏好货币利率弹性大、存款基础稳定以及战略上有优势的银行。将组合调整为招行、交行和南京。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师
8621-63325888×6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

王鸣飞

银行业分析师
8621-63325888×6085

Wangmingfei@orientsec.com.cn

何浪

研究主管

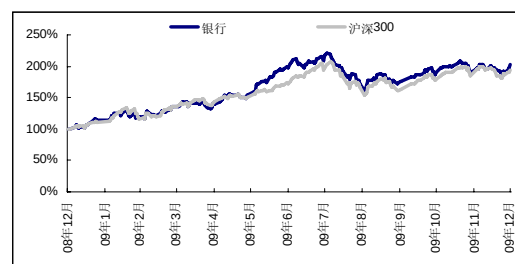
行业评级 **看好** 中性 看淡（维持）

国家/地区 中国/A 股

行业 银行

报告日期 2009 年 12 月 31 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	4.04	14.66	102.23
相对表现 (%)	2.70	-3.78	8.13

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS	09EPS (E)	股价	评级
招商银行	1.43	0.98	18.09	买入
交通银行	0.58	0.60	9.24	增持
南京银行	0.79	0.90	18.55	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

息差翘尾 四季度与明年业绩乐观	2009-11-5
3 季报看息差带动银行营收反弹	2009-10-14
走出通缩 进入银行股投资理想周期	2009-9-12
8 月信贷投放或好于预期	2009-9-9

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、财报效应将支撑明年银行获得相对收益

1.1 2002 年以来的实证检验：存在银行财报效应

我们尝试着检验银行财报的披露是否对当月的股价表现有显著性影响。采用的样本是 14 家上市银行 2002 年以来的财报披露月（包括业绩预告）的股价表现，并对以下 4 个命题进行检验：

- 命题 1：当披露的净利润同比增速高于 G11 时，银行将实现正的绝对收益；当低于 G12 时，银行将实现负的绝对收益。
- 命题 2：当披露的净利润同比增速比行业平均增速高出 G21 时，该银行将跑赢行业；当低于行业平均增速 G22 时，该银行将跑输行业。
- 命题 3：当披露的净利润同比增速比 A 股整体增速高出 G31 时，该银行将跑赢大盘（沪深 300）；当低于 A 股平均增速 G32 时，该银行将跑输大盘。
- 命题 4：当披露的净利润同比增速高于 G41 时，银行将跑赢大盘；当低于 G42 时，银行将跑输大盘。

四个命题的检验情况如下：

表 1：对银行财报效应的检验发现了显著性

命题	检验标准设置		样本个数						总体样本情况			是否可接受？
			对 G _{x1} 的检验			对 G _{x2} 的检验			正绝对/	负绝对/	正收益	
	G _{x1}	G _{x2}	支 持	不支 持	支持样 本占比	支 持	不支 持	支持样 本占比	相对收 益样本	相对收益 样本	样本占 比	
1	25%	5%	86	53	61.87%	21	24	46.67%	418	316	56.95%	否
2	15%	8%	34	15	69.39%	47	26	64.38%	351	392	47.24%	是
3	15%	8%	74	32	69.81%	35	28	55.56%	366	374	49.46%	是
4	25%	10%	94	45	67.63%	32	20	61.54%	366	374	49.46%	是

注：例如，在对命题 4 的检验中，2005 年 4 月招行披露 1 季报增长 30.19%，同期股价跑赢沪深 300 指数 8.61 个百分点，这就构成一个支持对 G41 检验的样本。

资料来源：东方证券研究所

检验的结果发现，4 个命题中有 3 个是可以接受的，在统计上具有显著性。因此，银行财报的发布对股价表现有显著性影响。这一点与平时感知有较大出入：有观点认为，银行属于过度研究型行业，业绩通常都在预测范围之内，因此财报信息不会影响股价。

财报效应的一个典型例子是 2008 年上半年银行股的表现。虽然银行的业绩基本在市场预期之内，但每个财报月银行都有非常好的表现。4-10 月份，当银行披露高增长财报时，有 29 个月次跑赢大盘，跑输近 10 月次，跑赢月次占比为 74.4%。相比之下，同期总的跑赢月次占比为 56%。

表 2：08 年财报月银行股的表现明显好于平均

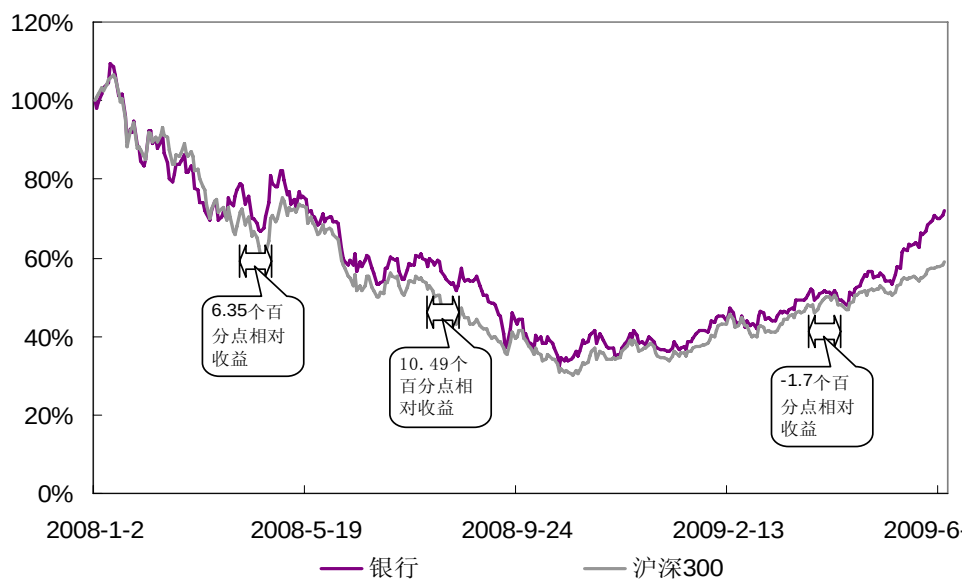
	8-Apr	8-May	8-Jun	8-Jul	8-Aug	8-Sep	8-Oct
工行	4.33%	-3.02%	9.30%	1.67%	12.06%	-5.62%	9.11%

建行	18.17%	-5.59%	6.19%	-0.98%	7.84%	-7.38%	6.81%
中行	0.30%	-0.48%	9.78%	-1.92%	7.46%	5.14%	8.39%
交行	3.96%	-9.87%	9.30%	6.60%	9.48%	-13.58%	-1.85%
招行	4.38%	-6.49%	1.66%	1.60%	12.38%	-17.48%	-7.80%
中信	-3.32%	-2.62%	4.01%	4.73%	19.88%	-4.46%	2.61%
民生	2.30%	-8.91%	1.75%	4.08%	16.75%	-8.94%	3.94%
兴业	6.27%	-5.75%	-3.48%	-1.94%	2.74%	-19.41%	1.12%
浦发	15.08%	-4.42%	0.92%	2.76%	11.48%	-22.71%	1.01%
华夏	-0.91%	-9.39%	1.01%	16.47%	18.14%	-18.86%	14.48%
深发展	0.59%	-6.04%	-0.69%	7.12%	11.86%	-19.60%	-1.31%
北京	18.84%	-1.76%	11.75%	-8.70%	-7.68%	-10.46%	26.83%
南京	9.93%	-4.39%	2.16%	-3.54%	6.16%	5.79%	9.88%
宁波	-1.05%	-2.89%	5.91%	-8.33%	-2.78%	-3.06%	7.99%

注：红色底纹为高增长带来正的相对收益的样本。浅绿色底纹则为高增长-负收益样本。

资料来源：东方证券研究所

图 1：08 年银行指数在财报月获得相对收益，09 年恰好相反



资料来源：东方证券研究所

1.2 银行股的相对收益受到绝对利润增速的影响

在 4 个命题中，命题 2-4 可以被接受。其中命题 2 表明，利润增速偏慢的银行股，至少在财报披露月的表现是较差的；而利润增长更快的银行，披露财报时会受到市场的追捧。命题 3 表明，当银行的利润增速超越大盘时，跑赢沪深 300 的概率也偏大。以上命题是比较符合一般认识的。即，

当银行披露了高于平均增速的财务报表时（超过幅度达到 15%以上会更显著），市场会回报以正面的股价表现，不论是相对行业还是相对市场都是如此。

值得注意的是命题 4。该命题表明，银行若不能实现 10%以上的正增长，就有超过 3/5 的概率要跑输大盘；但如果银行净利润增速能够达到 25%以上，那么就有 2/3 的概率会跑赢大盘。在这里，**绝对净利润增速与相对收益相联系**。例如，在 2007 年虽然银行股利润增长慢于 A 股平均水平因此整体跑输大盘，平均跑输幅度为-2.47%（每月），但在 14 家上市银行共计 36 个财报披露月份中，有 32 个月次所披露财报的利润增速超过 25%，其中 21 个月次实现正的相对收益，只有 11 次为负的相对收益。绝对增速对相对收益的支持作用可见一斑。

表 3：2007 年样本：高的绝对利润增速带来相对收益

	7-Jan	7-Mar	7-Apr	7-Jul	7-Aug	7-Oct
工行	-36.06%	2.72%	-29.20%	-3.99%	0.52%	30.15%
建行						15.40%
中行	-25.52%	6.54%	-26.67%	-9.54%	-7.41%	18.47%
交行				-6.77%	-11.66%	27.88%
招行	-11.90%	-1.31%	-15.90%	3.36%	8.83%	16.87%
中信				-4.48%	-3.30%	3.41%
民生	0.97%	0.08%	-23.34%	5.90%	0.17%	5.53%
兴业		0.44%	-11.83%	0.62%	20.71%	15.41%
浦发	0.40%	10.38%	-27.25%	-8.04%	17.90%	10.05%
华夏	21.78%	1.37%	-7.99%	-7.96%	33.55%	3.99%
深发展	15.34%	-10.22%	9.52%	13.15%	-13.86%	18.26%
北京						3.06%
南京					-27.40%	-0.58%
宁波					-23.05%	-10.01%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

另一个例子就是 2009 年银行股的表现。今年前 3 季度 A 股全体上市公司净利润增速分别为 -25.76%、-13.69%和-1.86%，而银行股算数平均增速分别为-5.93%、-2.96%和-0.47%，明显跑赢大盘，但在财报披露月份银行股却明显跑输大盘：43 个样本中，28 个月次跑输，仅有 15 个月次跑赢，跑赢月次占比为 34.88%。形成对比的是，全年跑赢月次占比为 45.45%。

表 4：2009 年样本：低的绝对利润增速带来负的相对收益

	9-Jan	9-Feb	9-Mar	9-Apr	9-Jul	9-Aug	9-Oct
工行	-8.54%	-3.45%	-11.43%	-0.90%	-17.77%	6.60%	-3.28%
建行	-7.28%	-3.61%	-11.46%	-2.12%	-8.45%	2.11%	-4.21%
中行	-8.56%	-0.24%	-9.63%	-3.47%	-12.90%	2.02%	-5.06%
交行	3.82%	-7.24%	2.37%	0.96%	5.24%	-4.44%	-7.03%
招行	-0.72%	0.31%	-5.52%	-7.28%	-3.50%	-6.38%	11.06%

中信	-7.72%	1.84%	-6.13%	-3.14%	-6.83%	-2.20%	2.83%
民生	-0.28%	-2.00%	-8.85%	5.46%	-8.10%	-6.02%	4.77%
兴业	16.15%	-6.41%	7.23%	1.13%	-2.17%	-10.89%	1.14%
浦发	14.15%	1.22%	6.12%	1.13%	0.08%	-10.13%	1.47%
华夏	2.12%	6.11%	-1.33%	-10.65%	-12.43%	-8.69%	-0.95%
深发展	11.22%	13.25%	-1.65%	-2.21%	2.04%	-6.30%	3.17%
北京	2.86%	-4.33%	-1.89%	-2.51%	-2.46%	-0.38%	-5.70%
南京	5.23%	14.82%	-5.69%	-6.22%	-7.37%	-3.93%	-9.60%
宁波	-2.70%	14.62%	-7.53%	-6.81%	-3.68%	-1.93%	-10.47%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

1.3 财报效应源于“朦胧折价”

我们认为，存在财报效应的原因与这个行业的特性有关。影响中国银行业业绩周期性的最大两个因素分别是净息差和信用成本率，但这两个因素都没有可直观观察的外部市场：净息差没有一个类似煤炭、钢铁甚至是房地产的二级市场价格机制，而贷款质量的信息更难把握。从这个意义上来说，银行业不是“过度研究”，而是由于信息的相对缺失而导致存在着“研究障碍”。因此，财报披露前由于信息缺失造成了“朦胧折价”，而财报披露时，随着不确定性的消失，因而引发财报行情。

从另一个角度来说，银行股若没有正增长的业绩作支撑，将缺乏跑赢大盘的基础。这就是我们在2009年看到的情形。

1.4 2010 年利润恢复正增长将支撑银行股跑赢大盘

因循以上逻辑，2009 年银行股表现不佳的原因除了再融资、盘子大、贷款质量忧虑之外，一个重要的因素是净利润的同比增速一直在水面以下。虽然净利润增速要明显高于 A 股平均，但由于增速绝对水平偏低，对银行股价的相对表现仍构成明显制约。

2010 年这一制约因素将得到明显改善。我们预测 2010 年银行业净利润增速将达到 30%，而市场的普遍预期也在 25%。如前所述，在 25% 的绝对增速水平下，银行股跑赢大盘的机会将明显增加。

二、2010 年净利润增速将达到 30%

我们预测 2010 年行业净利润同比增速将达到 30% 左右。

2.1 规模：日均余额增速将超过 18%

我们与市场看法相一致，认为 2010 年信贷投放规模应该在 7-8 万亿元左右。根据 7.5 万亿元的规模估计，并考虑到 1-4 季度的投放比例为 4-3-2-1，那么可估算出 2010 年贷款日均余额的增速为 22.63%，而非时点增速的 17.6%。即使按照 1-1-1-1 的均衡投放速度，日均余额增速仍然可以达到 20.20%。

之所以发生日均余额与时点数增速的明显偏离，原因在于 2009 年贷款投放量大，因此大量贷款并未在当年产生收益。2009 年末时点数增速虽然高达 33%，但日均余额增速只有 27.1%，当年日均余额/年末时点数的比例也达到近年来新低。我们知道，银行是靠日均余额而不是时点数来赚钱的。在过去年份，日均余额增速与时点余额增速差异不大，因此用时点余额增速来替代是可以的，但在贷款增速快速提高的 2009-2010 年，继续采取这种简单的估算方式就会产生较大误差。

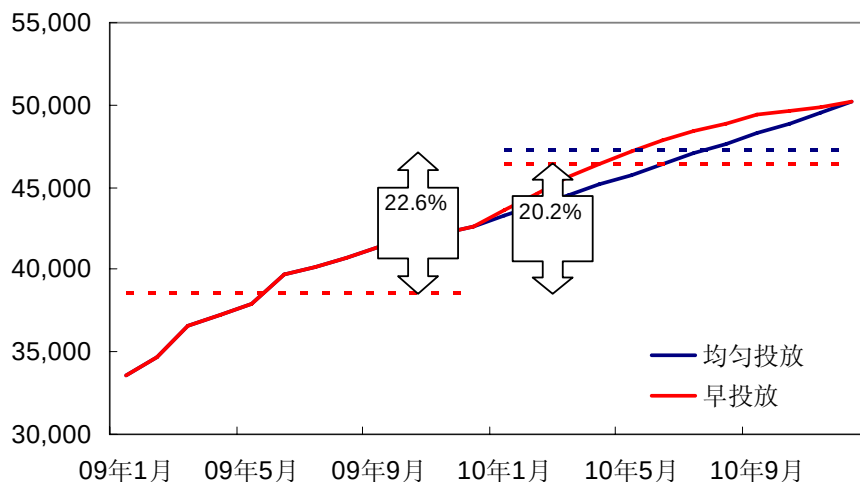
表 5：根据金融机构本外币信贷余额测算：时点数与日均数的差异

单位：万亿元

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
年末时点余额	20.68	23.83	27.77	32.00	42.66	50.16
当年日均余额	19.90	22.54	26.25	30.38	38.61	46.41
日均余额/年末时点	96.47%	95.03%	94.56%	94.82%	91.04%	93.10%
年末时点余额同比增速	9.69%	15.20%	16.56%	15.23%	33.29%	17.58%
日均余额同比增速	10.04%	13.26%	16.47%	15.75%	27.09%	22.63%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

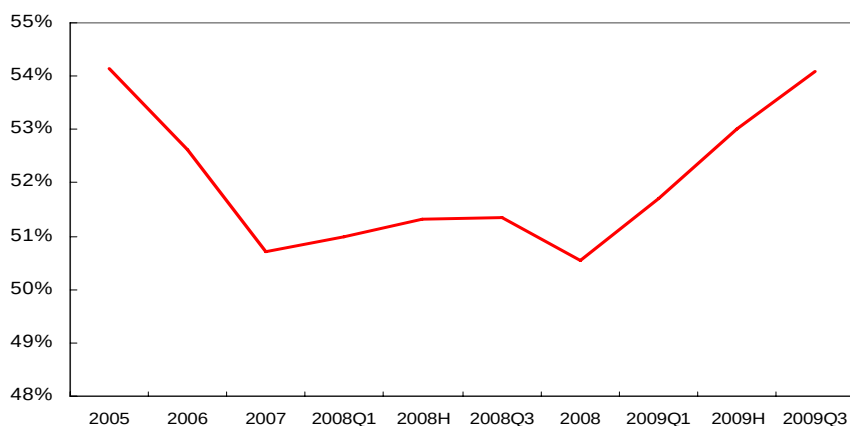
图 2：贷款日均余额 2010 年增速将超过 20%



资料来源：

上市公司，东方证券研究所

不过就生息资产来说，结论要略向下修正。2009 年银行的债券投资规模增长较慢，这在一定程度上影响了 2010 年生息资产的增速（相关机理与贷款恰相反）。目前贷款在生息资产中的比重达到 2006 年以来新高。我们认为这一趋势不会继续，生息资产至少会达到贷款的增长速度。综合评估下来，2010 年上市银行生息资产的日均余额增速将达到 18.3%的水平。

图 3：2009 年生息资产增速慢于贷款，贷款占比上升


资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.2 息差：不加息前提下的中等弹性

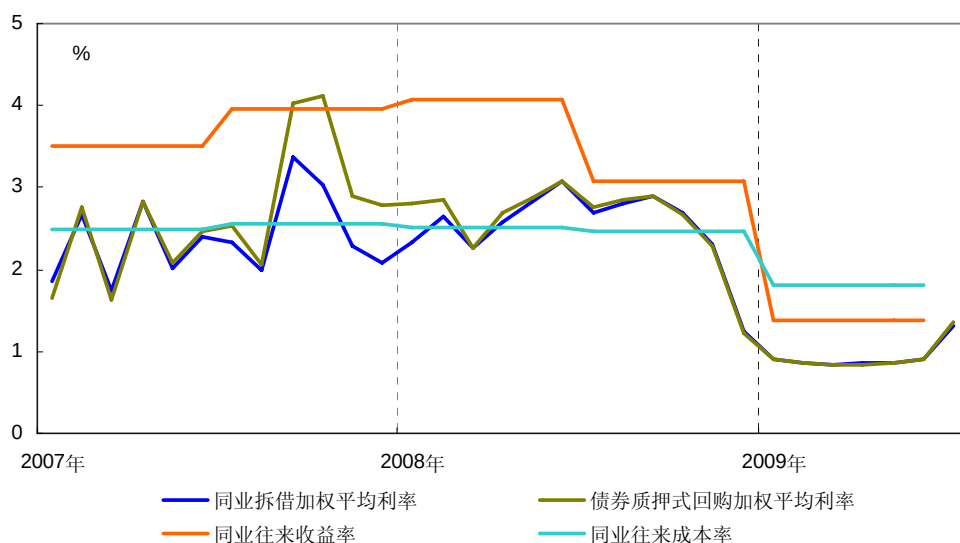
延续我们对息差的四分法（即结构性利差、信用风险溢价、期限风险溢价和议价能力），可以看出，2010 年息差的四个组成部分都会进一步修复：

2.2.1 结构性息差：货币市场利率有弹性

就存贷款业务来说，结构性息差可视为（**一年期存款—贷款**）的利差，主要依赖于加息。就资金业务来说，结构性息差可视为银行同业负债成本刚性带来的**货币市场利率弹性**。

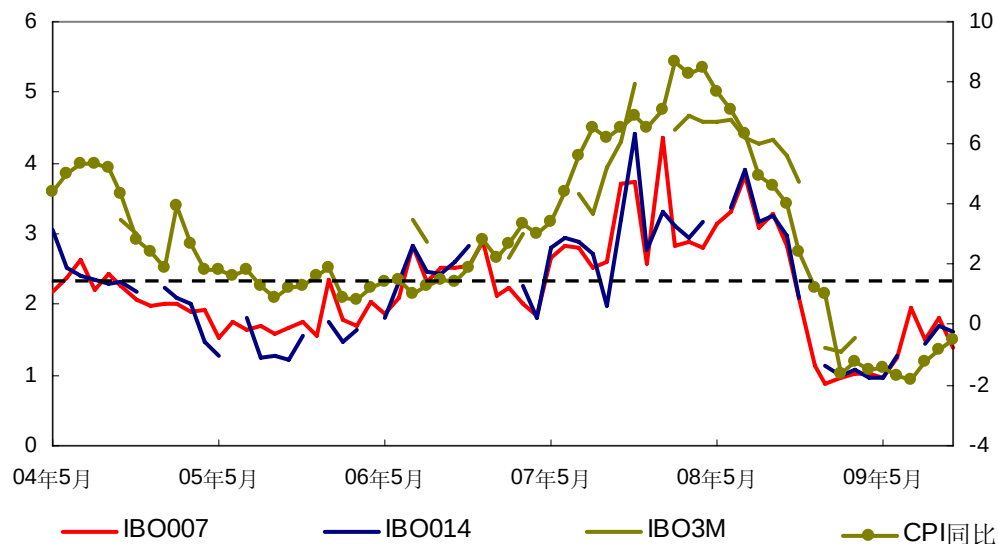
当然，加息对银行息差构成明显利好。平均而言，即使不考虑资金业务收益率的调整，1 次对称加息仍将提升银行净利润 2.78 个百分点。不过为了避免让我们的预测看起来过于乐观，我们对净息差的估计不基于加息。

关于银行息差的货币市场利率弹性我们已经有多次阐述，在此再次简要说明。银行的同业负债中，同业存款占比达到 85% 左右。而同业存款主要来自于第三方存管，此外还包括少量的基金托管资金、期货公司结算资金和保险公司存款。由于收益权和所有权的不对等，第三方存管资金对货币市场利率极度不敏感，而基金、期货、保险公司的存款也明显缺乏敏感性。因此，我们看到最近几年来同业负债成本确实具有显著刚性。

图 4：同业往来的成本刚性


资料来源：上市公司，东方证券研究所

同业负债成本刚性使得银行拥有了较显著的货币市场利率敏感性缺口。目前的货币市场利率处于历史低点附近。预计随着 CPI 逐步回升，货币市场利率可以回到 05 年下半年至 06 年的水平即 2.1% 左右，也就是有 60 个 BP 的上升空间。估算 60 个 BP 的货币市场利率上升将意味着 8.8BP 的净息差提升空间。

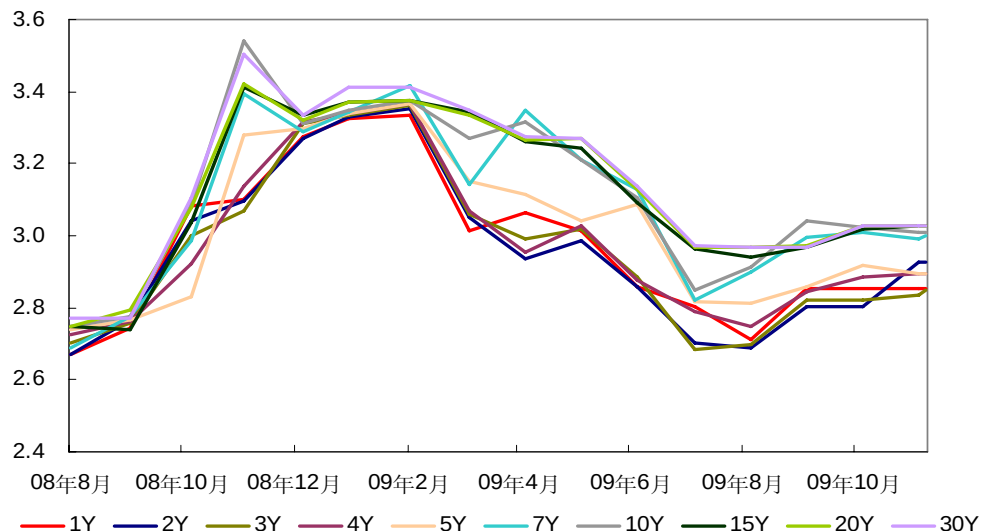
图 5：货币市场利率目前处于历史低点


资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.2.2 信用风险溢价：缓慢修复

信用风险溢价指的是银行通过信用风险敞口所获得的收益。目前市场信用风险溢价处在较低水平，有回升要求。从企业债的信用风险溢价（AAA 级债券与 A+债券收益率差异）变化情况来看，当前处在近年来的较低水平，特别是短端溢价目前在 2.9%左右，距离前期高点有 50BP 的差距。

图 6：企业债的信用风险溢价目前处在较低水平



注：2008 年无担保企业债发行初期，由于发行规模相对较小，收益率因此较低。

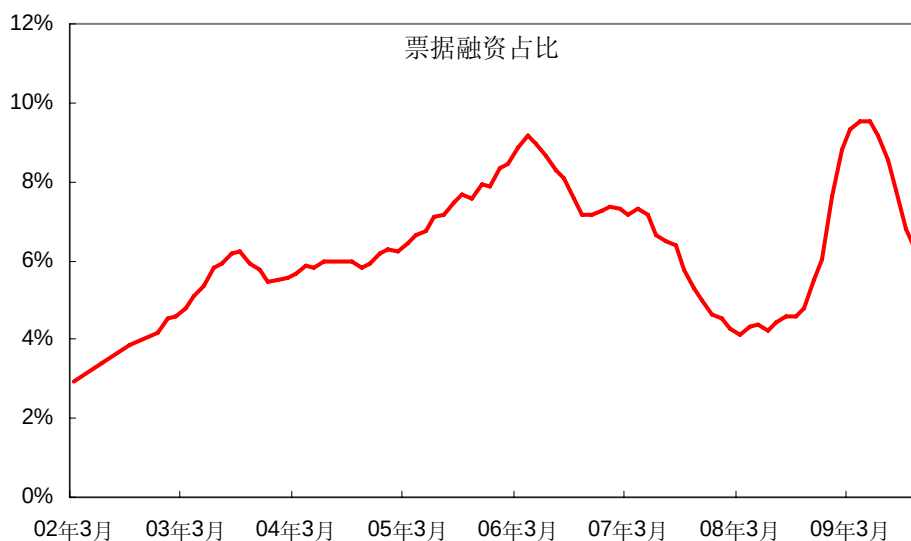
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

贷款需求复苏+供给适度收缩将成为银行信用风险溢价进一步回升的驱动因素。今年以来信用风险溢价的损伤是与信贷放量相一致的。在 GDP 增速放缓导致实体经济融资需求下降背景下，中国银行业的大量信贷投放导致信用风险得不到足够补偿，承担信用风险的收益率水平偏低。从 3 季度以来，随着月度信贷增量从上万亿下降到 5000 亿左右，信用风险溢价有所修复。4 季度以来，各期限的信用风险溢价普遍比前期低点有 20BP 的反弹。预计未来实体经济将逐步复苏，民间投资将进一步启动，而银行的信贷资金供给将有适度收紧，因此信用风险溢价将在目前的基础上进一步反弹。

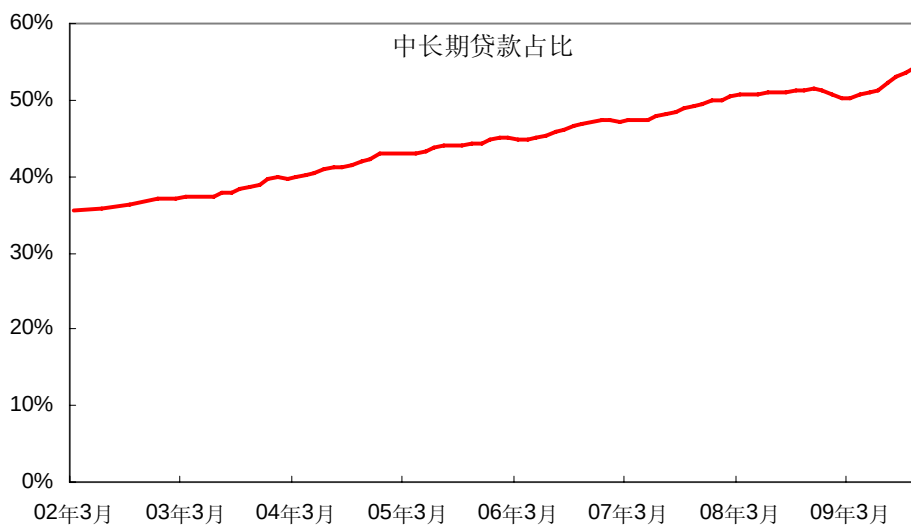
需要说明的是，我们在此考察的是 A+—AAA 的企业债利差，而能够获得 A+评级的客户就商业银行而言已经属于优质客户。因此，就信贷市场来说的信用风险溢价，会比上述指标所体现的更加敏感。

2.2.3 期限风险溢价：存款活期化+债券投资久期延长

期限风险溢价是指银行通过错配资产负债期限、承担流动性风险所获得的收益。具体来，包括存款活期化、贷款中长期化、贴现置换和债券投资久期拉长。其中，贴现置换空间已经相对有限。中长期贷款占比已经达到一个较高水平，且随着财政控制新开工项目，进一步上升的空间不会很大。

图 7：票据贴现占比已经降至中等水平

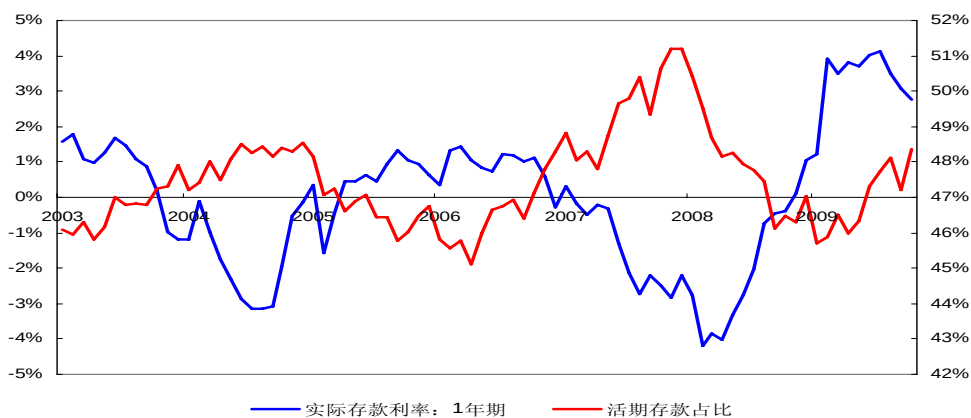
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

图 8：中长期贷款一直在创新高

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

但除此之外，活期存款占比和债券久期仍有一定上升空间。在不加息前提下，随着明年 CPI 反弹至 2% 以上，一年期存款利率将变为负值，这会对存款的活期化构成进一步的推动。（这里我们就进入一个不会输的逻辑选择：若加息将直接利好存贷利差，从而对净息差有利；若不加息，真实存款利率下滑将带动存款活期化，同样也对净息差有利。区别仅在于净息差的利好程度）

图 9：不加息前提下，CPI 上升将推动存款进一步活期化



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

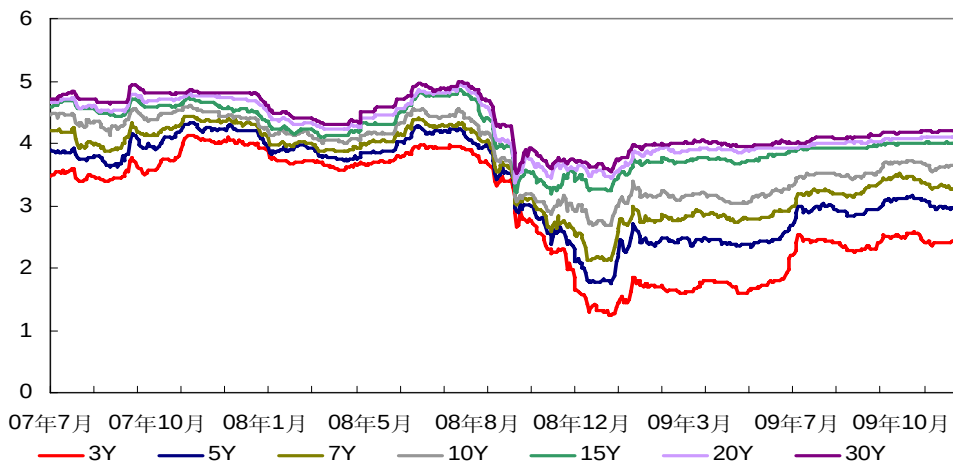
债券久期的恢复值得期待。从上市银行公布数据来看，直到 2009 上半年，上市银行都一直在压缩债券久期。其原因在于上半年债券利率处于历史低位，银行为了防范未来利率上升带来的市场风险，因此不敢配置久期较长的品种。但特别是从 7 月份开始，债券收益率有较快的上升，目前 7 年期国债已经回升到 07 年中期水平。在此背景下，银行债券投资的久期有望重新拉长，这对于收益率而言构成利好。

表 6：直至 2009 年上半年，银行债券投资的久期仍在下降

剩余到期日	2007	2008H	2008	2009H
3 个月内	10.80%	9.17%	9.34%	15.99%
3 个月到 1 年	14.82%	14.88%	20.49%	24.33%
1-5 年	52.34%	56.77%	52.21%	41.07%
5 年以上	22.04%	19.19%	17.95%	18.62%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

图 10：债券收益率逐步上行，将推动银行拉长债券组合久期

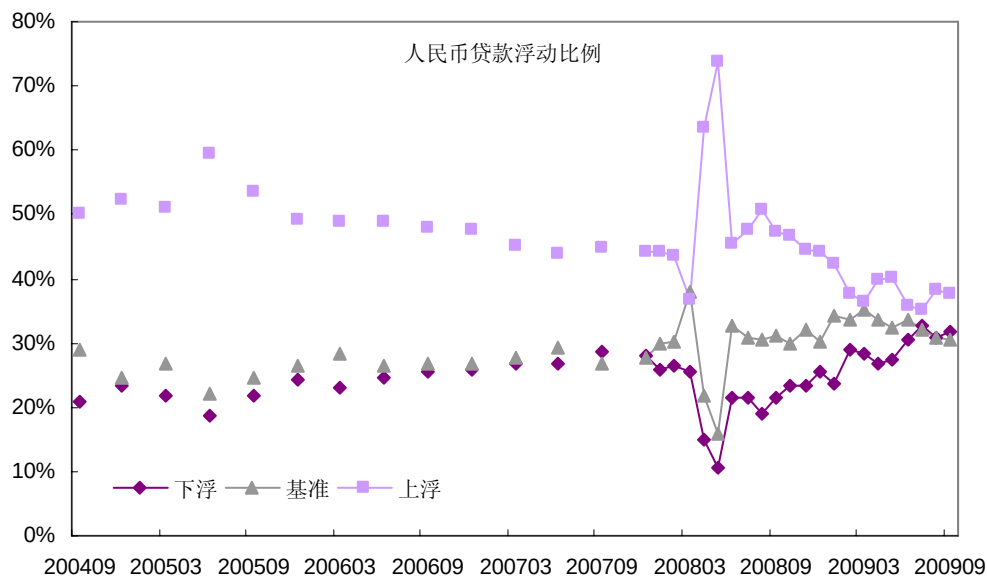


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2.2.4 议价能力：温和改善可期

议价能力的修复也值得期待。目前议价能力尚处于近年来的低位。我们原本预计 2009 年下半年，银行议价能力就会逐步改善，但 3 季度的数据低于我们此前的预期。尽管如此，我们仍然认为 2010 年议价能力的温和修复是可以期待的，催化因素包括贷款投放增速的下降、实体经济的复苏和货币政策的收紧等。

图 11：目前处于低位的议价能力将因流动性适度收紧而修复

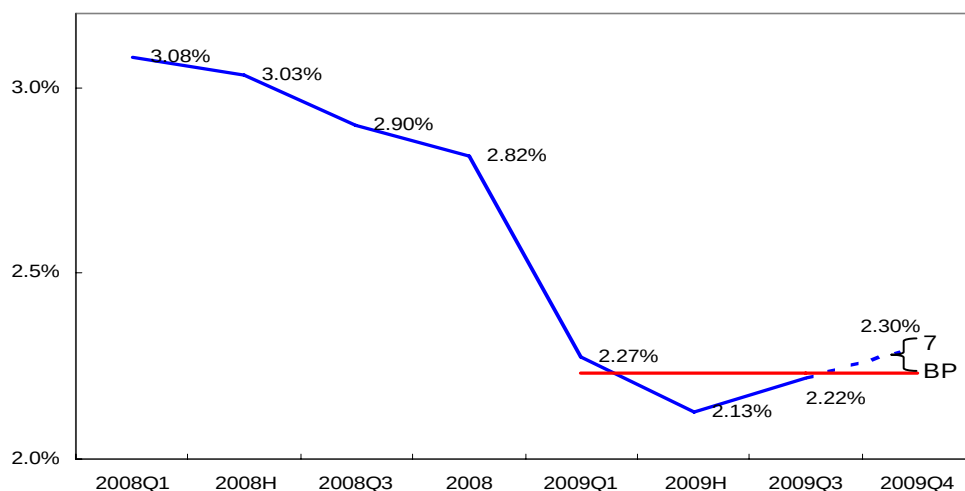


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2.2.5 翘尾因素确保明年息差升幅 15BP

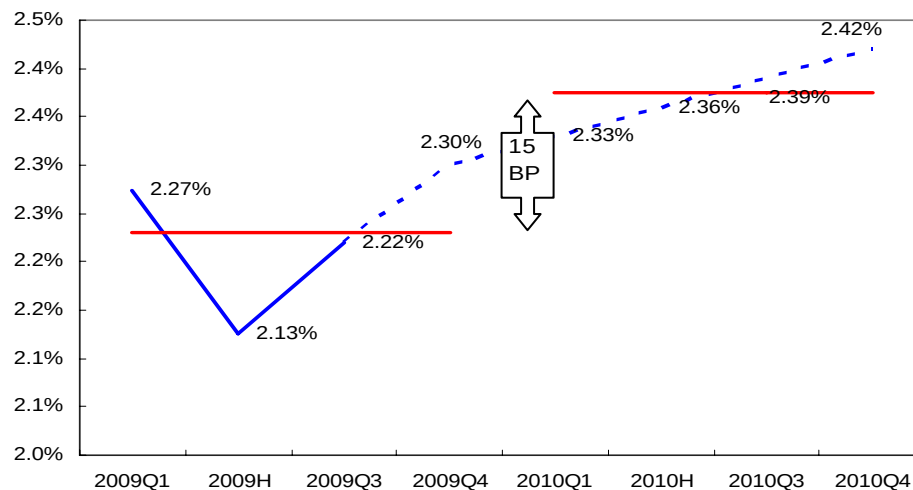
2009 年 3 季度，银行业净息差出现环比回升，单季度升幅为 9BP。我们认为：3 季度内单月净息差亦同样是前低后高的走势，这意味着对大多数银行来说，9 月份净息差都要比 3 季度平均水平来的高，也要比前 3 季度平均水平来的高。例如，中信银行 3 季度平均息差为 2.61%，但 9 月份单月息差达到 2.73%。

因此，即使净息差不进一步上行而维持在 9 月份水平，（1）4 季度净息差仍然会比 3 季度更高。以中信银行为例，4 季度息差即使维持在 9 月份水平，仍将比 3 季度高出 12BP。（2）2010 年净息差相比 2009 年的升幅得到保证。同样以中信为例，2010 年净息差即使维持在 9 月份的 2.73%，由于 2009 年净息差受到上半年低息差水平的拖累而不会超过 2.58%，因此明年的净息差升幅至少在 15BP。

图 12：2009 年 3 季度净息差翘尾


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

总体行业也具有类似的特征。因此，我们预计 2009 年 4 季度行业平均净息差将进一步上行至 2.30%，全年平均水平则达到 2.23%。在 4 季度基础上，2010 年只需要维持逐季 3BP 的上升速度，即可实现 15BP 的升幅。

图 13：2010 年净息差逐季上升 3BP 即可实现 15BP 的环比升幅


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

基于 2010 年规模（生息资产平均余额）将达到 18.2% 的预测，15BP 的净息差提升意味着 2010 年净利息收入的同比增速将达到 26.15%。

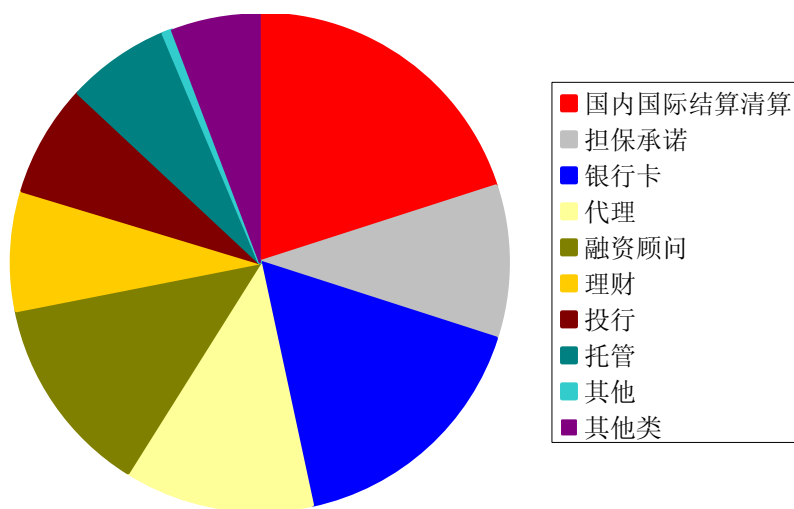
2.3 手续费收入：重新进入快速增长轨道

2009 年上半年，上市银行手续费收入总计仅有 10.4% 的同比增速，前 3 季度同比增速亦只有 17.1%，而 2006-2008 年以来，手续费收入增速都在 30% 以上。我们认为，2010 年恢复到 35% 的增速水平是大概率事件。

2.3.1 增速创新低源于经济下滑+理财需求萎缩

商业银行的中间业务可以分为传统业务和创新业务两大类。其中传统业务主要包括结算清算和担保承诺，而创新业务则主要与银行卡、综合经营和理财业务相关。从上市银行所披露数据的汇总情况来看，传统业务大约占 30%，而创新业务占比已经达到 65% 左右。

图 14：银行手续费主要分为传统类和创新类



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

表 7：传统收费业务占比逐步下降，创新类占比日渐上升

		2009H	2008	2008H	2007	2006	2005
传统业务	国内国际结算清算	19.89%	23.50%	22.41%	20.33%	31.73%	26.31%
	担保承诺	10.11%	9.27%	9.69%	5.40%	8.39%	10.43%
创新业务	银行卡	16.79%	16.81%	13.89%	14.34%	18.75%	21.73%
	代理	12.15%	14.20%	15.94%	26.82%	17.40%	16.74%
	融资顾问	12.92%	7.60%	9.30%	3.74%	3.11%	2.45%
	理财	7.83%	8.25%	8.85%	13.45%	4.74%	4.65%
	投行	7.25%	4.83%	5.40%	3.26%	4.57%	4.87%
	托管	6.52%	6.28%	7.66%	4.78%	3.45%	4.91%
	其他	0.79%	1.09%	1.28%	2.20%	0.19%	0.27%
	其他类	5.74%	8.17%	5.57%	5.70%	7.67%	7.62%

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

银行手续费收入曾在 2007 年出现 100% 以上的爆发式增长。但 2009 年收入增速下落至近年来的低点。分结构来看，结算清算、代理、理财和托管收入的负增长对总体手续费收入增长的影响最大。

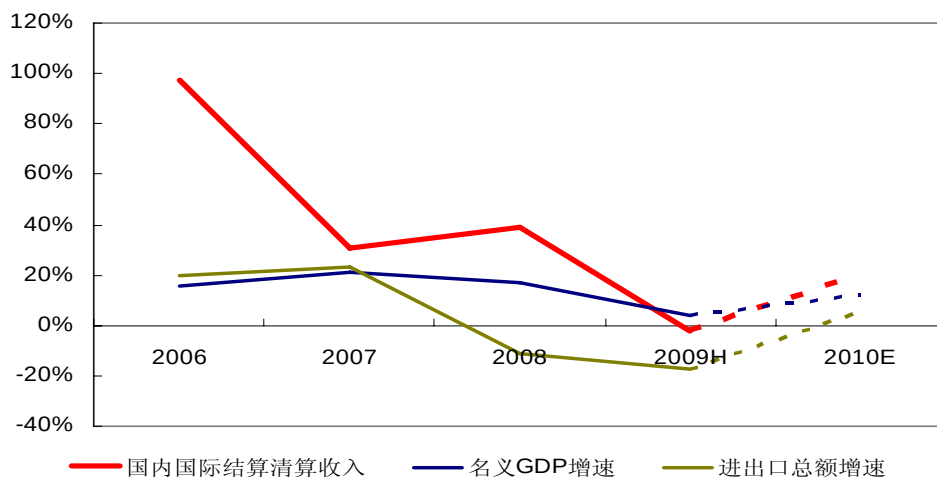
表 8：2009 年手续费收入增长较慢，因为传统业务和创新业务都面临困难

同比增速		2009H	2008	2007	2006
传统业务	国内国际结算清算	-2.00%	38.98%	30.61%	97.40%
	担保承诺	15.23%	106.43%	31.07%	31.63%
	银行卡	33.45%	40.93%	55.94%	41.18%
	代理	-15.82%	-36.34%	214.26%	70.10%
创新业务	融资顾问	53.37%	144.35%	145.25%	107.23%
	理财	-2.32%	-26.27%	478.46%	66.61%
	投行	48.18%	78.20%	45.37%	53.57%
	托管	-6.04%	57.98%	182.08%	14.97%
	其他	-32.10%	-40.38%	2205.14%	16.81%
其他类		13.62%	72.52%	51.40%	64.77%

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2.3.2 结算清算收入会有恢复性增长

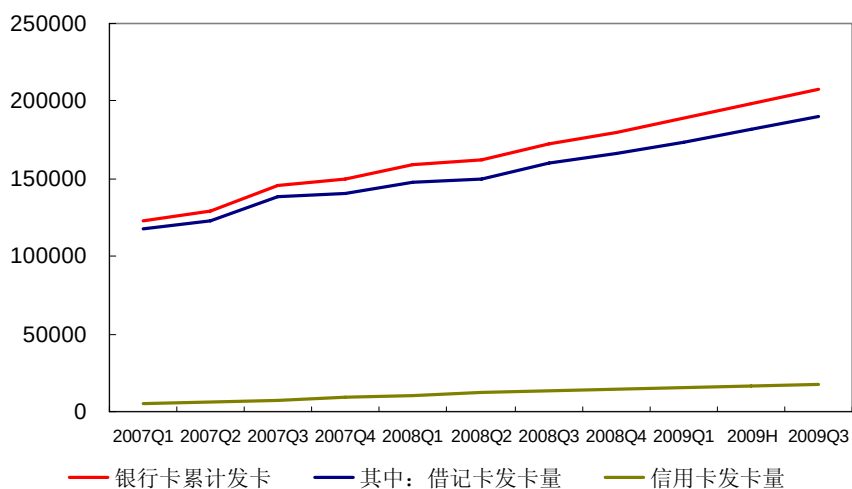
结算清算手续费收入在 2009 年出现负增长的原因在于名义 GDP 和进出口都出现显著下降。预计随着明年名义 GDP 达到 12% 左右的增长，以及进出口总额实现小幅正增长，相关手续费收入达到 20% 以上的中等增速是可以期待的。

图 15：GDP 增速提高与进出口恢复性增长推动结算清算手续费收入增长


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

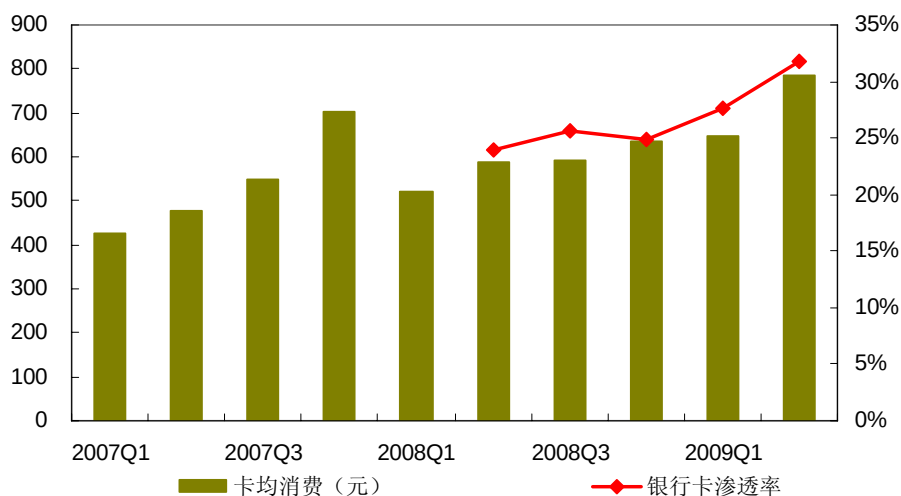
2.3.3 预计银行卡收入保持 40% 增长

2008 年以来，银行的信用卡业务遇到一定的波折。前期无序发卡的后果被经济危机所放大，信用卡不良率上升较快。因此我们看到，2009 年银行信用卡发卡速度有一定的下降。但即使如此，信用卡的累计发卡量增速仍然达到同比 33.3%。

图 16：2009 年银行卡特别是信用卡的发卡速度有所放缓


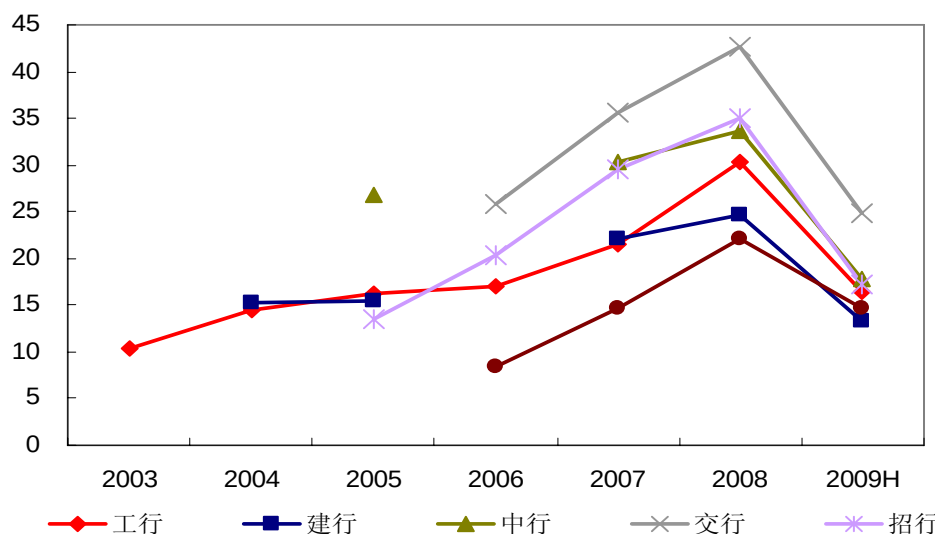
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

同时，银行卡的效率仍然在不断提高。卡均消费规模不断提高，银行卡渗透率也在不断加深，这意味着银行卡支付对现金支付的替代程度在持续增大。银行卡作为一项朝阳业务，其增长潜力不应被低估。

图 17：用卡深度正不断提升


资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

同时，与主观感受有所出入的是，银行的卡均效益正在不断改善。虽然边际发卡的效率可能确实在不断降低，但正由于居民用卡习惯的逐步养成，存量卡的使用效率正在得到提高。最直接的证据就是，从上市银行来看，卡均银行卡手续费收入呈现稳定的增长。银行卡卡均收入已经从若干年前的 20 元不到，增至目前的 40 元左右。

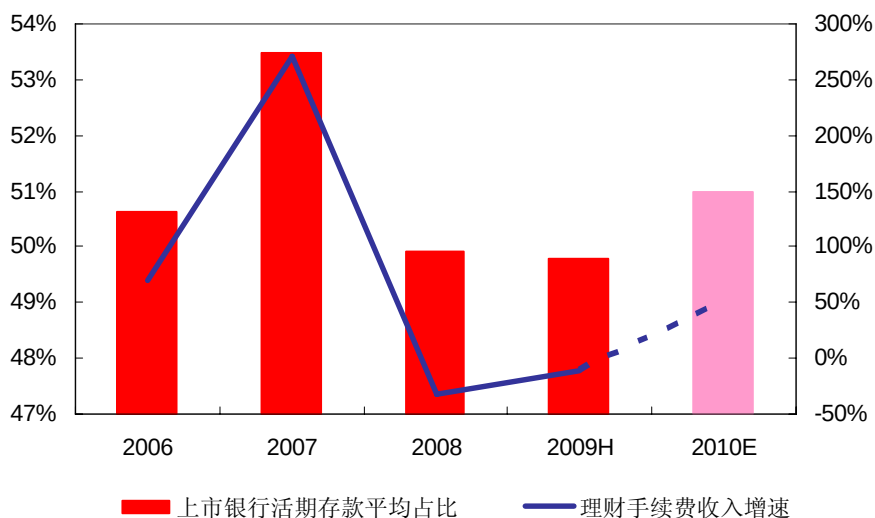
图 18：上市银行的卡均收入也逐年走高


资料来源：上市公司，东方证券研究所

我们认为，（1）在明年经济复苏、银行盈利恢复较快增长的背景下，银行发卡速度会保持在 30%；（2）卡均收入仍会有一定上升。因此，明年银行卡手续费将继续保持 40% 的增长。

2.3.4 理财相关收入将有快速增长

理财相关收入包括代理（主要是基金、保险、理财产品等的代销）和直接的银行理财收入。理财收入与存款活期化密切相关。我们观察到，2007 年存款活期化最猛烈之时，银行理财收入增长也最迅速。因此，我们预计随着 2010 年存款开始活期化，理财需求也会迅速增长，从而带动理财相关收入达到 50% 的增速。

图 19：存款活期化将伴随着理财手续费收入（右）的快速增长


资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.3.5 总结：手续费达到 35%增速为大概率

总结以上，在名义 GDP 加速、进出口恢复增长、支付体系电子化和存款活期化的推动下，2010 年银行业手续费收入比 2009 年增长 35%为大概率事件。

当然，其他非息收入将有负增长。2009 年其他非息收入较高，因为：（1）有部分是中行对汇兑损失的套保收益。不过规模比 2009 年下降较多。（2）银行进行盈余管理所释放的债券浮盈。这主要体现在 1-2 季度，估计规模在 250 亿元左右。（3）民生银行所持海通股权的变现收益。不可持续。（4）其他业务收入主要是中行的保险费收入，具有可持续性。综合来看，估算 2010 年银行的投资收益和汇兑损益都不显著，则预计其他非息收入总额在 150 亿元左右。

表 9：2009 年手续费收入增长较慢，因为传统业务和创新业务都面临困难

	2005	2006	2007	2008	2009Q1	2009H	2009Q3
投资收益	86.73	44.94	-101.60	384.96	95.87	302.82	463.19
公允价值变动收益	5.61	-8.34	-17.34	35.22	19.24	-27.80	-149.41
汇兑损益	5.27	-52.58	-119.88	-200.65	-40.36	-37.43	-4.23
其他业务收入	67.85	126.91	180.60	191.86	32.08	71.34	138.33
其他非息收入合计	165.46	110.93	-58.23	411.39	106.84	308.92	447.88

注：此处不包括华夏银行，因其投资收益主要包含债券投资利息收入。

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

综合净利息收入、非息收入的判断，可测算出 2010 年上市银行营业收入的同比增速将达到 23.6%。

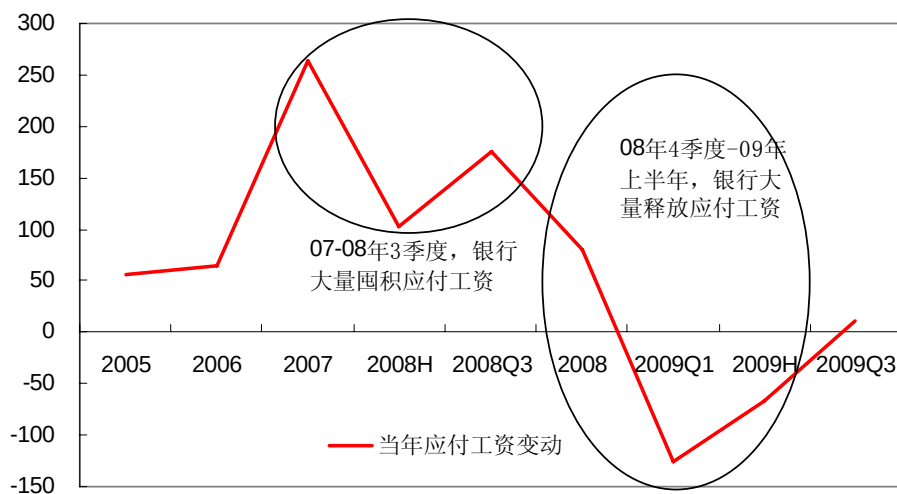
2.4 费用：反弹压力将低于市场预期

对于费用，市场的普遍观点是：今年特别是上半年银行压缩了不少费用，因此明年会有明显的反弹压力。而我们的观点是，近年来实际费用增长的需求稳定在 19%左右；反弹压力将在下半年释放；明年银行费用的增速将保持在 20%左右即可满足需要。

2.4.1 “应付工资”在银行盈余管理中发挥着重要的蓄水池作用

方法论方面，我们认为不应该只关注利润表中的费用总额，而应该认识到，“应付工资”作为跨年度调剂的工具，在银行盈余管理中发挥着费用的蓄水池作用。当经营情况较好、利润增速较快时，银行会多提费用和“应付工资”，即往蓄水池中蓄水；但遇到上半年这种经营困难时，则会少提费用，从过去历年积累的应付工资中补偿费用缺口。

2005-2006 年，银行业净利润增速在 25%上下，相应的我们看到每年囤积的应付工资规模大约在 60 亿元左右。2007 年，银行净利润增速高达 58%，因此应付工资计提明显加速，当年应付工资余额增长 263.89 亿元，占当年税前利润的 6.34%。2008 年前 3 季度，银行净利润同比增长 52%，而银行应付工资规模也比年初增长了 176.08 亿元。但随着 2008 年 4 季度至 09 年上半年经营形势明显恶化，银行不仅没有再进一步计提，反而分别释放了 95.34(2008Q4)和 125.21 亿元(2009Q1)应付工资以管理同比增长速度。

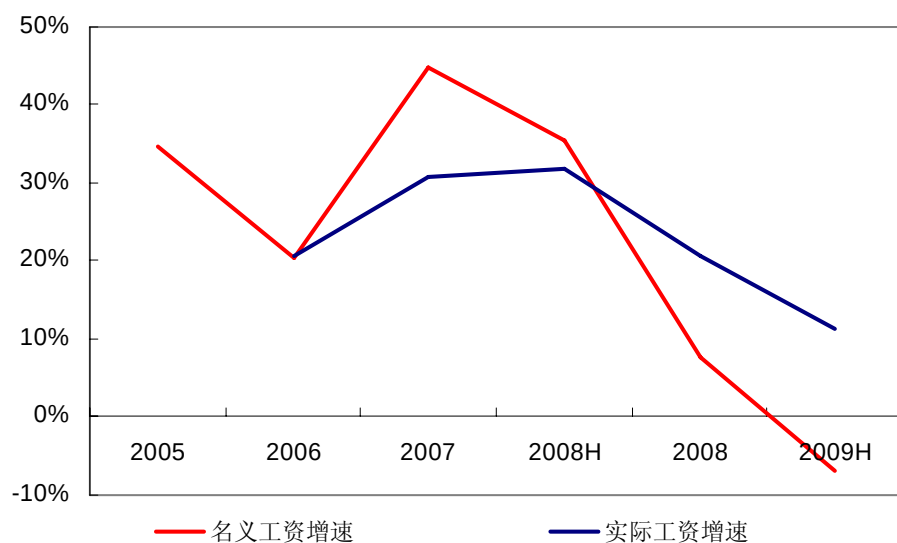
图 20：当利润增速超过 50%，银行就大量囤积应付工资


资料来源：上市公司，东方证券研究所

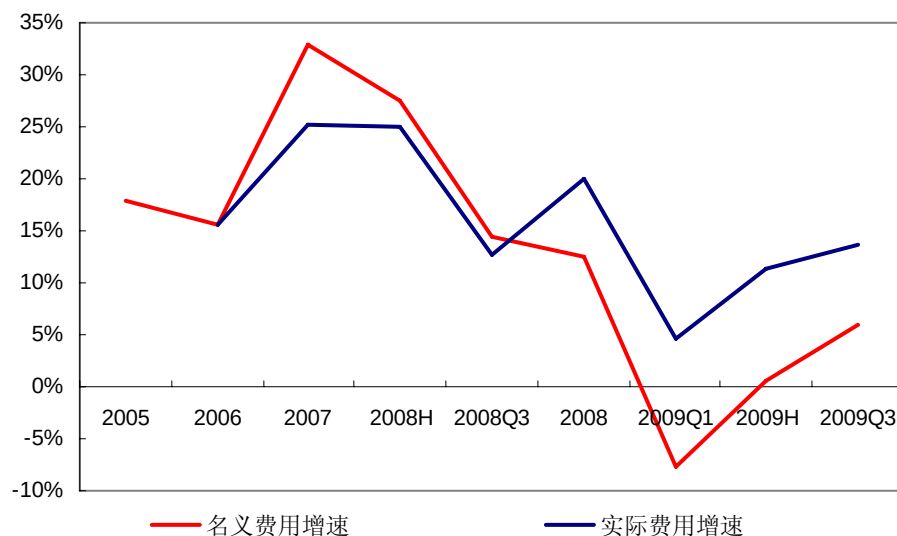
因此，我们认为为了还原实际经营，对费用应做以下处理：（1）银行实际管理费用应在利润表的管理费用基础上减去应付工资余额的增加额；（2）实际员工薪酬的规模同样应在当期员工薪酬的基础上减去应付工作余额的增加额。

2.4.2 2006 年以来，实际费用的平均增速为 19%

由此还原银行近年来工资费用的实际增长，我们发现，首先，银行工资、费用的增长更加平滑了。其次，从实际工资费用来看，2006-2009H 实际工资的平均增速在 20.78%左右，实际费用的平均增速在 18.56%。

图 21：实际工资平均增速为 20.8%


资料来源：上市公司，东方证券研究所

图 22：实际费用平均增速为 18.6%


资料来源：上市公司，东方证券研究所

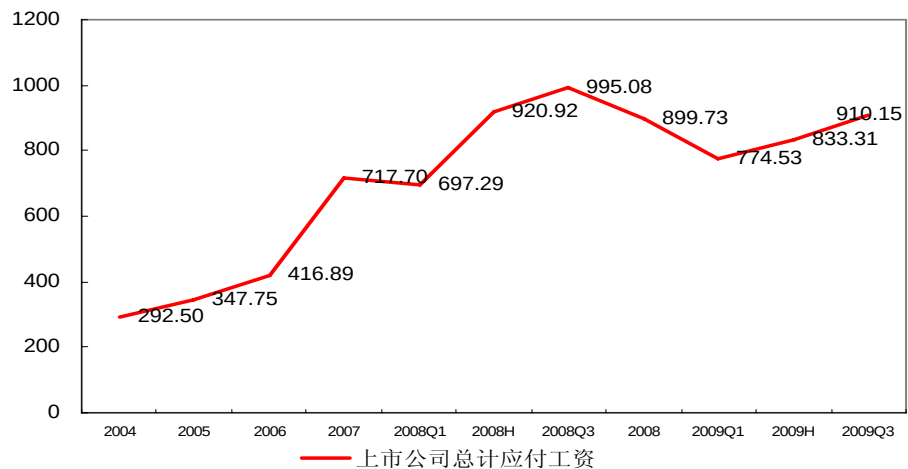
2.4.3 实际费用反弹压力是 5 个百分点，而非 11 个百分点

2009 年 1 季度来看，费用增速确实明显低于正常水平，体现为实际费用增速下降至 4.53% 这一历史低点。但从 2 季度开始，实际费用增速已经恢复到 10% 以上，前 3 季度同比则进一步恢复到 13.57%，距离历史平均仅 4.99 个百分点。明显好于名义增速表现。如果从名义增速来看，前 3 季度费用增速为 6.0%，落后 2006 年以来平均增速 10.7 个百分点。

实际工资增速与历史平均水平的差距相差略大。2009 年中期上市银行加总的实际工资增速为 11.91%，与 2006 年以来平均 20.78% 的增速相比，还有 9 个百分点左右的差距。即使如此，仍比名义工资增速所体现的差距小得多。2009 年上半年名义工资增速为 -6.81%，而 2006-2008 年的平均增速为 24.3%。

2.4.4 应付工资反弹压力在 3 季度已得到释放

那么，对年初被释放的“应付工资”蓄水池重新注水的需求又如何呢？从图中可以看出，2009 年 1 季度上市银行总计确实释放了 125.2 亿的应付工资来进行盈余管理，以实现同比正增长。但从 2 季度开始，应付工资已经逐步走高，并在 3 季度末超过年初水平。从这一角度来说，应付工资的反弹压力已经大体释放，接下来需要面对的不过是应付工资的增长要求。

图 23：应付工资已经恢复并超过年初水平


资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.4.5 四季度费用反弹压力将进一步释放

我们认为，目前市场对银行股 2009 年的盈利预测已经充分体现了费用的反弹压力。上市银行 3 季度实现净利润 1158 亿元，而根据当前市场对于 2009 年净利润的一致预测，隐含的 4 季度净利润规模为 862 亿元，相当于 3 季度的 74.43%。由于 4 季度银行的规模和息差都要高于 3 季度，我们认为，这主要反映了市场对于银行 4 季度费用反弹的预期。

表 10：当前的盈利预测已经体现出了费用反弹压力

	2009Q3 净利润	2009E(一致 预期)	隐含的 4 季度 净利润规模	隐含的 4 季度净利润规模 相当于 3 季度的%
工行	335.95	1249.87	250.79	74.65%
建行	303.13	1066.42	205.23	67.70%
中行	210.51	763.48	142.92	67.89%
交行	73.91	295.66	65.96	89.25%
招行	48.16	180.43	49.65	103.08%
中信	43.48	146.12	32.17	73.98%
浦发	35.09	136.40	33.50	95.45%
民生	28.27	116.16	14.15	50.05%
华夏	9.77	34.23	7.80	79.85%
深发展	13.26	46.67	10.30	77.65%
北京	14.69	59.49	15.55	105.86%
南京	4.24	16.26	4.02	94.90%
宁波	3.97	14.42	3.39	85.38%

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

由于特别是大银行主要追求同比正增长，而去年 4 季度银行的净利润基数非常低（占全年净利润

比例为 11.35%)，因此今年 4 季度银行银行的费用压力就将有明显释放。预计 4 季度银行费用的累计同比增速将从前 3 季度的 6%提高到 14%左右，就实际费用增速来说，则是从 13.57%提高到 16.9%，基本能满足实际费用增长的需要，同时又不会对“同比正增长”构成威胁（这样测算下来，全年全部上市银行净利润同比增速为 9.57%）。

2.4.6 2010 年费用增长 20%即可满足需要

基于三个原因：

- (1) 2009 年上半年费用抑制的反弹压力将在 2009 年 4 季度基本释放；
- (2) 在利润增速中等的年份，应付工资的储备需求将不会特别强烈；
- (3) 实际费用增长需求平均在 19%。

我们预测 2010 年银行业费用增速将低于市场的预期。20%的费用增长就既可以满足实际费用 19%的增长，又能够进一步储备 40 亿元左右的应付工资，能够充分满足银行的费用增长要求。

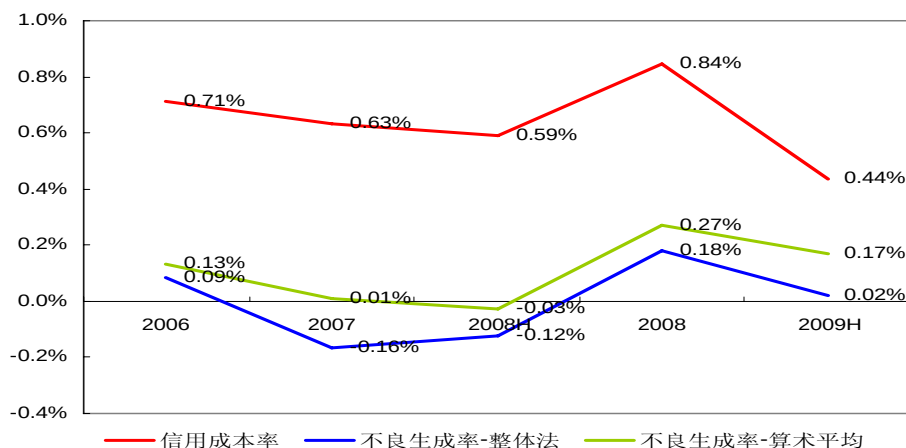
2.5 拨备：贷款质量无忧，拨备勿需反弹

2.5.1 风控表现超预期 拨备有释放潜力

此轮经济调整，银行业的风控表现显著好于预期。除了一方面是因为大量流动性环视了信贷风险之外，更体现出了 2000 年以来内部风控体系改革所取得的重大成果。

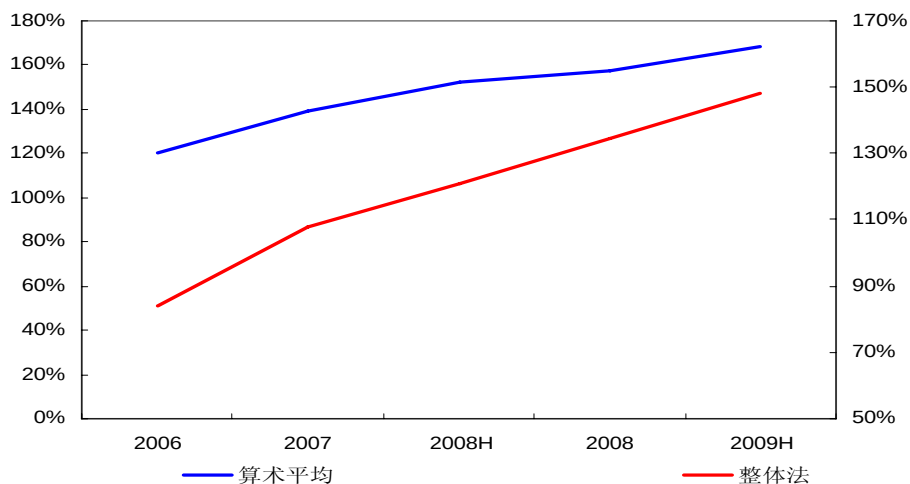
2009 年上半年，上市银行的不良生成率不论从整体法来看，还是算术平均而言，都处在一个非常低的水平。17BP 的不良生成，即使不进行核销，维持 150%的拨备覆盖率也仅需要 26BP 的信用成本率。因此，即使今年银行业的信用成本率从去年的 84BP 下降至 44BP，整体的拨备覆盖率仍然在不断上行，显示出当前的信用成本率仍有一定释放空间。

图 24：当前的信用成本率覆盖不良生成绰绰有余



资料来源：上市公司，东方证券研究所

图 25：因此我们看到拨备覆盖率继续上行

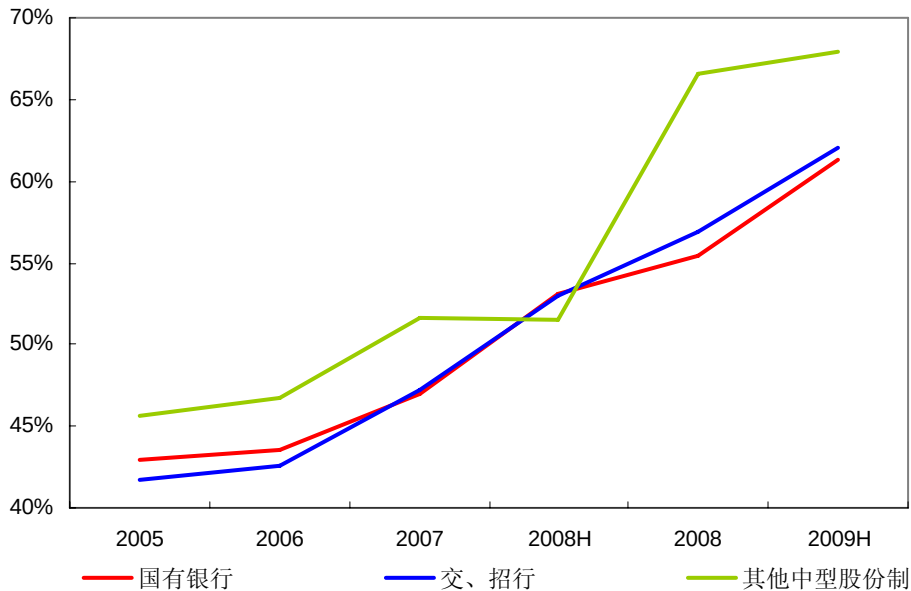


资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.5.2 对过去和未来的风险都已实现充分覆盖

贷款减值准备分为单独计提和组合计提。一方面，组合计提在贷款减值准备余额中所占比例持续提高。这意味着当前计提的拨备主要是用于覆盖未来的风险，而并非仅用于覆盖过去的风险。

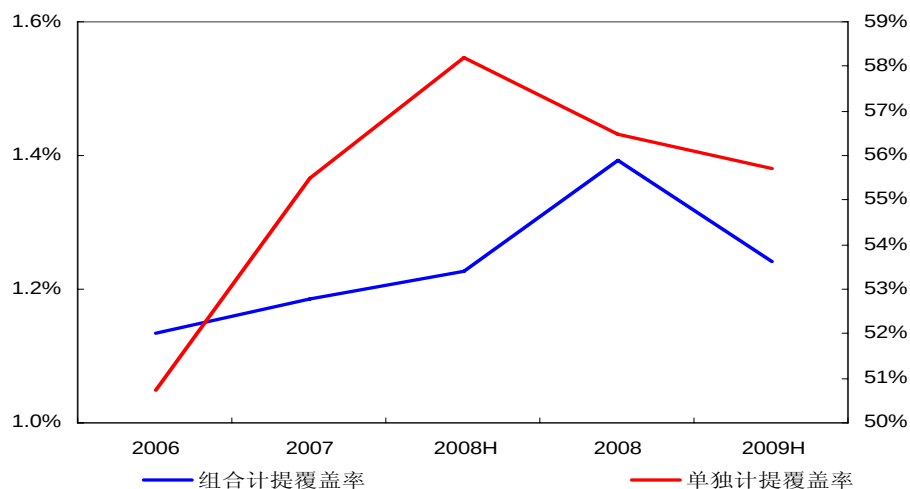
图 26：组合计提拨备比例持续上升



资料来源：上市公司，东方证券研究所

另一方面，即使经过上半年大规模放款摊薄，目前组合计提覆盖率（组合计提的贷款减值准备/（正常+关注））仍然保持在 1.2% 以上，这意味着即使不良生成率提高到 1.2%，当前已经计提的拨备仍可以有效覆盖，而目前的不良生成率是 0.17%。

图 27：组合计提覆盖率达到 1.2%，可有效覆盖未来风险



资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.5.3 明年信用成本率可望继续保持稳定

结合以上，并认为：虽然明年的贷款和货币供应量增速都会比今年有所下降，但 GDP 增速会比今年有所提高，这有助于继续稳定贷款质量。因此，2010 年信贷成本稳定在 45BP 可以期待。

2.6 净利润增长可达 30%，对银行股绝对和相对收益都有帮助

综合以上核心假设，2010 年上市银行净利润增速将达到 29.6%。超过 25% 的增速水平意味着银行的相对收益也可以获得额外的支撑。

表 11：行业 2010 年净利润增速 29.6%

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	4579.57	5298.60	6399.16	8955.15	11280.25	11313.84	13986.17
利息净收入	4103.52	4795.15	5752.68	7859.02	9332.27	8944.17	11283.22
手续费及佣金净收入	273.34	338.00	535.56	1154.36	1536.59	1869.67	2552.94
其他非息收入	202.71	165.46	110.93	-58.23	411.39	500.00	150.00
二、营业支出	-2873.35	-3135.24	-3785.97	-4834.49	-6452.49	-5990.87	-7109.48
营业税及附加	-264.78	-310.58	-379.70	-517.04	-681.55	-690.14	-853.16
业务及管理费	-1760.04	-2076.42	-2398.92	-3187.09	-3587.45	-4100.00	-4920.00
资产减值损失	-846.34	-744.73	-906.19	-1008.85	-2032.95	-1060.72	-1186.32
其他业务成本	-2.20	-3.51	-101.16	-121.52	-150.55	-140.00	-150.00
三、营业利润	1706.22	2163.36	2613.19	4120.66	4827.76	5322.97	6876.69
四、利润总额	1703.59	2169.30	2649.68	4164.57	4864.53	5342.97	6900.69
减：所得税费用	-489.80	-710.02	-809.49	-1287.54	-1111.17	-1191.48	-1531.95
五、净利润	1213.79	1459.28	1840.19	2877.03	3753.35	4151.49	5368.73
归属于母公司	1167.12	1403.66	1779.71	2810.92	3734.00	4091.49	5303.73

股东的净利润

少数股东损益	46.67	55.62	60.48	66.11	19.35	60.00	65.00
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：上市公司，东方证券研究所

三、监管滞后周期压力将小于预期

3.1 监管周期具有滞后性

从 7 月份开始，银监会出台了一系列收紧资本约束的措施，引发市场对于监管政策风险的担忧。对此我们有以下观点：

(1) 银监会下半年以来的紧缩政策主要针对上半年天量信贷。上半年的大量贷款有半数投向“铁公机”项目，这些项目上马比较匆忙、建设周期长、未来收益情况比较不确定，若建成后经济效益不如预期，将对银行贷款的安全性造成重大威胁。因此，银监会希望通过加提拨备和加融资本来为这一潜在风险进行缓冲。特别是传闻中 13% 的资本充足率要求，已经显著高于正常资本要求，相当之严厉。

(2) 监管政策本身是滞后周期的。我们认为，监管政策的出台，不论在认知、制定和推出上都有滞后性。近年来货币政策的调整就是一个例子。未来随着宏观经济复苏趋势逐步确立，监管政策取向有望逐步缓和。

3.2 再融资压力并不可怕 估值体系要求切换

3.2.1 资本约束强化，估值体系日益要求向 PB/RoRWA 切换

2008 年 10 月，我们曾发布《透视财务杠杆背后的银行真实价值》一文，指出用 PE 或 PB/ROE 的估值体系难以准确评估银行经营和股东回报。通过将 ROE 拆分为 RoRWA、1/核心资本充足率和（核心资本/净资产）三个项目可以发现，由于财务杠杆（核心资本充足率）的差异是无法长期持续的，因此银行盈利能力的差异主要体现在 RoRWA（风险加权资产收益率）的差异上。进一步将 EPS 拆分为 RoRWA、1/核心资本充足率、（核心资本/股东权益）和 BVPS 乘积，还可以描述出三种银行增长路径：（1）简单规模扩张，其增长遵循规模扩张摊薄核心资本充足率→高 PB 增发增厚 BVPS 的循环；（2）集约型的内生增长，即通过 RoRWA 的提高来实现增长；（3）自然增长。在缺乏规模增长空间也缺乏 RoRWA 提升手段时，银行增长速度降至自然增长 $g = ROE \times (1 - \text{分红率})$ 。最后，文章提出银行估值体系应切换至 PB/RoRWA，以有效识别华夏、浦发等高财务杠杆造成的高 ROE 现象。

当时我们观察到西方国家上市银行的 CCAR 收敛于 8.5% 左右的水平。推动市场经济环境下银行杠杆率收敛的原因并非在于银行能够自律地放弃高杠杆经营以提高 ROE 的诱惑，而在于低 CCAR 水平所代表的高破产风险将会造成银行融资成本过高。但在市场化程度有限、治理结构存在颇多不足的中国，银行缺乏这种市场化的外部制约机制，因此低杠杆经营就成为相当一部分银行的选择。事

实上，因为 $g_{\text{containable}} = \text{RoRWA} \times (1-D) / \text{CCAR}_{\text{target}}$ ，当 CCAR 降低时，银行的可持续贷款增速将提高，这意味着需要更少次数的再融资，因此也增强了银行规模扩张的可持续性，但是是以更大的破产风险和股东权益的摊薄前景为代价的。

银监会此番提高资本充足率要求，就成为纠正这种不当激励机制的契机。因此，继续用 PE 或者 PB/ROE 的不恰当性已经十分明显。PB/RoRWA 的估值优势，会在未来得到进一步的体现。

3.2.2 现有“7-10”框架下再融资压力有限

目前银监会对银行资本的公开要求是 7% 的 CCAR 和 10% 的 CAR（对大银行要求是 11%）。通过利润留存，银行满足以上监管要求并无多大困难。

尽管监管层同时进行 CCAR 和 CAR 的监管，但只要达到 7% 的 CCAR，就可以通过发行次级债（尽管受到了更严格的限制）来满足 CAR 的要求，而发债并不影响到股东权益和二级市场股票供求关系，也不会对银行业绩造成显著性冲击，所以，我们的注意力主要集中在 CCAR 层面。

我们假设各家银行的 RoRWA 维持在 2009 年中期水平，并假设 2010-2012 年上市银行贷款分别增长 18.2%、16.3% 和 16.4%，而风险加权资产增速基本与此相当。仅靠自身利润积累，未来 3 年的 CCAR 并无明显下降之虞：

表 12：2010 年上市银行核心资本充足率下降速度将显著放慢

	2008	2009H	2009Q3	2009E	2010E	2011E	2012E
工行	10.75%	9.97%	9.86%	10.09%	10.34%	10.65%	10.92%
建行	10.17%	9.30%	9.57%	9.77%	9.91%	10.11%	10.29%
中行	10.81%	9.43%	9.37%	9.50%	9.01%	8.80%	8.63%
交行	9.54%	8.81%	8.08%	8.29%	8.15%	8.23%	8.29%
招行	6.56%	6.50%	6.61%	6.82%	8.65%	8.54%	8.45%
中信	12.32%	10.45%	9.84%	9.91%	9.13%	8.83%	8.58%
民生	6.60%	5.90%		9.01%	8.44%	8.28%	8.15%
兴业	9.00%	7.41%	7.50%	7.69%	9.34%	9.14%	8.98%
浦发	5.03%	4.68%	6.76%	6.84%	7.06%	7.32%	7.54%
华夏	7.46%	6.84%		7.07%	6.75%	6.52%	6.32%
深发展	5.27%	5.08%	5.20%	5.28%	5.58%	5.93%	6.23%
北京	16.42%	13.48%		13.17%	12.44%	12.31%	12.19%
南京	20.68%	13.31%	11.63%	11.75%	15.31%	14.09%	13.11%
宁波	14.60%	11.56%	10.02%	14.94%	12.90%	11.85%	11.01%
上市公司总计（整体法）	10.37%	8.77%		9.22%	9.35%	9.38%	9.41%

注：未考虑中行、深发展的再融资行为。

注：假设 4 大行分红率为 35%，其他银行分红率为 20%。

资料来源：上市公司，东方证券研究所

从个股来看，未来 3 年内仅有浦发、华夏有进一步再融资的压力，其他银行都可以稳定保证自身的 CCAR 保持在 8%以上水平。

有几个特点需要提示：（1）2009 年上半年银行资本的快速摊薄属于非正常情况，不可简单外推。（2）由于贷款投放具有前高后低的季节性，而分红往往又集中在上半年，因此上半年的资本充足率下降速度比较高也很正常；（3）而 4 季度随着贷款增速下降，预计大部分银行的 CCAR 将会稳中有升。

3.2.3 利润留存可支持明年信贷增长无虞

我们用两种方法对 2010 年由信贷增长趋动的再融资需求进行了检验。在总量上没有发现有再融资的要求。

方法之一是假设 CCAR 完全保持不变，则测算出仅靠利润留存，2010 年上市银行贷款增速可以达到 16.75%，这意味着 2010 年 $43 \times 16.75\% = 7.2$ 万亿的信贷增量，基本上与 7-8 万亿的市场预期相符合。

表 13: CCAR 不降低前提下，2010 年仅靠利润留存即可支持 7.2 万亿信贷增量

	可支持贷款增速	可支持贷款增量
工行	17.62%	9874.33
建行	18.00%	8462.14
中行	13.73%	6494.09
交行	17.68%	3227.90
招行	18.59%	2193.59
中信	15.71%	1578.94
民生	11.50%	1042.25
兴业	18.81%	1325.49
浦发	21.02%	1917.17
华夏	12.63%	546.54
深发展	23.69%	870.76
北京	17.31%	468.69
南京	11.44%	73.61
宁波	11.39%	92.21
合计	16.75%	38167.72

资料来源：上市公司，东方证券研究所

方法之二是假设银行的 RoRWA 维持在 2009 年上半年水平，并且都将目标 CCAR 设定为 8.5%（金融危机之前，各国大银行的 CCAR 就收敛于这一水平），那么不摊薄 CCAR 前提下可支持的信贷增速为 17.07%，意味着 7.3 万亿的金融机构信贷增量。

表 14：2010 年仅靠利润留存即可支持 7.2 万亿信贷增量

	分红率假设	RoRWA	目标 CCAR	可持续规模增速
工行	35%	2.59%	8.50%	19.80%
建行	35%	2.46%	8.50%	18.79%
中行	35%	1.84%	8.50%	14.03%
交行	35%	2.09%	8.50%	16.00%
招行	20%	1.64%	8.50%	15.41%
中信	20%	1.67%	8.50%	15.68%
民生	20%	1.70%	8.50%	16.03%
兴业	20%	2.04%	8.50%	19.24%
浦发	20%	1.57%	8.50%	14.80%
华夏	20%	0.87%	8.50%	8.19%
深发展	20%	1.50%	8.50%	14.11%
北京	20%	2.64%	8.50%	24.87%
南京	20%	2.56%	8.50%	24.09%
宁波	20%	2.12%	8.50%	19.97%
合计				17.07%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

3.2.4 监管部门继续提高资本要求的可能性还需进一步澄清

市场目前担心的不是当前的资本监管要求，而是未来的资本要求会提高到什么程度。11 月份的中行再融资之所以引发市场大幅调整，就是因为市场担心“当前资本充足的国有银行要进行再融资是因为监管层未来的资本要求可能明显提高”。

监管层不断提高的资本要求反映的是对今年年初以来巨量信贷投放未来质量恶化的担忧。我们认为，目前这种担忧正处于高峰水平。未来经济复苏趋势的进一步确认，将使得这种担忧得到逐步舒缓。“滞后周期”的资本监管压力对银行板块的冲击将会渐趋缓和。

3.3 存贷比监管恢复影响有限

目前市场有传言称，为了抑制股份制银行的放贷冲动，银监会可能在 2010 年重新恢复对存贷比 75%的监管要求。

此项政策的影响十分有限。（1）监管口径与财务口径存在差异。根据“贷款/存款”这一财务口径计算的存贷比来看，中信、民生、兴业、深发展的存贷比已经超过 80%，但从监管口径来看，兴业银行的存贷比在 75%以下。（2）人民币升值预期下明年的存款增长形势会较好。人民币升值预期将推动外汇占款项下的货币投放快速增长，为金融机构带来较好的存款增长机遇。（3）民生、中信和深发展或者需要压缩贷款业务，或者将大力提高存款增速。除了压缩一部分贴现规模之外，预计这三家银行都必须在存款基础上进行更有力的拓展。不过三家银行的贷款增量占金融机构信贷

总量的比例不过 5.15%，对于行业整体状况来说影响有限。

表 15：各银行按财务口径及按监管口径存贷比

	财务口径		监管口径	
	2009H	2009Q3	2009H	2009Q3
工行	55.60%	55.81%	57.60%	57.86%
建行	57.94%	58.57%	59.47%	
中行	66.74%	71.18%	68.45%	
交行	71.75%	73.94%	66.36%	
招行	73.23%	72.37%	74.76%	
中信	83.02%	81.78%	85.72%	
民生	82.83%	80.04%	82.74%	
兴业	76.47%	80.86%	71.25%	
浦发	74.56%	71.44%	76.34%	72.78%
华夏	73.77%	74.17%	71.59%	
深发展	81.39%	84.20%	82.28%	85.71%
北京	63.35%	63.60%	62.23%	
南京	62.30%	64.05%	62.15%	63.27%
宁波	65.32%	74.98%	66.31%	71.25%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

3.4 滞后的监管周期对估值不构成根本性影响

我们对行业的监管压力并不特别担心：

(1) 监管周期具有“滞后性”。这意味着经济复苏趋势最终会舒缓行业监管部门对金融风险的担忧，促使监管压力回归至正常水平。(2) 行业监管政策多为打击供给类型，贷款可获得性的下降将提升银行议价能力，利好业绩。(3) 经过 2009 年 8 月份以来的几番调整，监管压力已经体现在银行明显偏低的估值水平之中。

四、三大投资逻辑

4.1 宏观前提：GDP 复苏+温和通胀

我们认为，2010 年银行业面临的宏观经济金融环境包括：

- (1) 经济复苏趋势稳定。2010 年 GDP 增速将提升至 9%以上，企业利润出现明显增长。这对于稳定贷款质量有帮助。
- (2) 温和通胀。CPI 回升至 2-3%。继续带动存款活期化。
- (3) 流动性略有收紧。货币当局可能采取相对温和的货币和信贷工具以控制 CPI，且数量型工具优先于加息。在银行间市场上回收流动性，以及上调准备金率的行为都会带动货币市场利率上行，

继续对银行息差有利。

4.2 银行进入最佳投资期

经济稳定复苏直至第一次加息前后，是银行业投资最理想的阶段。从历史情况来看，银行板块在两个阶段产生相对收益：（1）经济稳定复苏至加息前期；（2）危机时期。在第一类阶段，随着经济复苏之后地带动银行净利润出现快速增长从而对板块估值构成支撑，再加上加息的催化，银行能够获得稳定而持续的相对收益和绝对收益，是最佳投资区间。第二类阶段，经济开始下滑，银行利润却滞后地继续高增长，因此仍能产生相对收益，但在绝对收益上却没有保证。显然，前一类投资阶段是投资银行的最理想阶段。

表 16：历史上银行在低通胀复苏期和危机时期获得相对收益

平均相对收益	高通胀	温和通胀	通缩
衰退+过热=危机	2.05%	3.88%	
衰退+过冷=萧条	-1.09%	1.87%	0.07%
增长+过冷=复苏	-2.41%	-5.18%	3.44%
增长+过热=繁荣	-3.39%	0.26%	

资料来源：上市公司，东方证券研究所

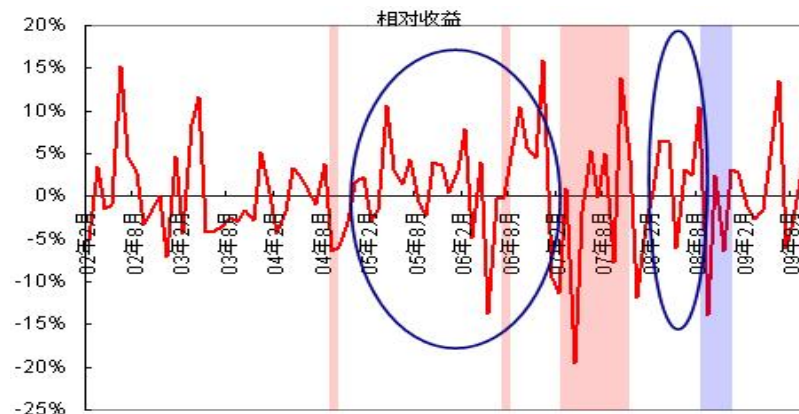
表 17：但在低通胀复苏期的绝对收益更有保证

平均相对收益	高通胀	温和通胀	通缩
衰退+过热=危机	0.64%	5.73%	
衰退+过冷=萧条	-5.25%	4.17%	2.28%
增长+过冷=复苏	-5.76%	-3.31%	6.24%
增长+过热=繁荣	3.46%	2.68%	

注：我们将 GDP 增速高于 9.5%以上且继续上行定义为繁荣，高于 9.5%但开始下滑定义为危机，低于 9.5%且继续下行定义为萧条，低于 9.5%但开始上行定义为复苏。将 CPI 位于 3%以上时定义为高通胀，0-3%定义为温和通胀，0%以下则为通缩。

资料来源：上市公司，东方证券研究所

图 28：经济复苏趋势成立至加息前期，是银行股最佳投资期



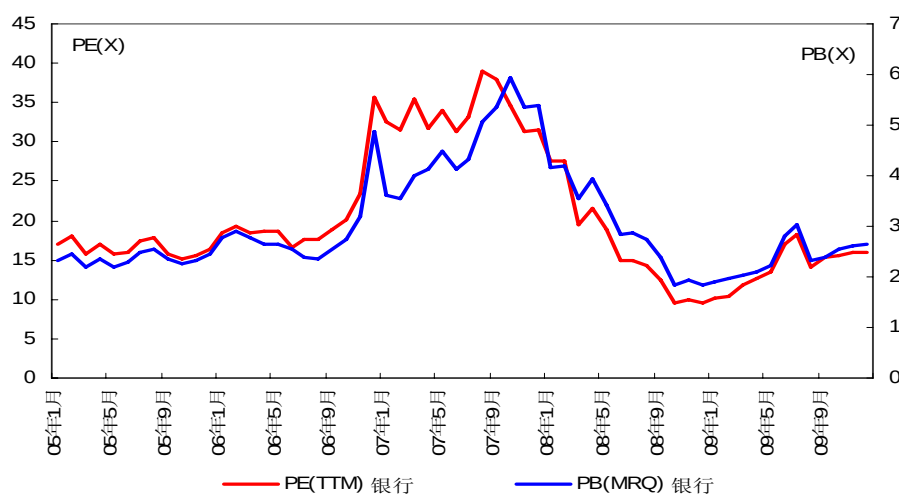
资料来源：上市公司，东方证券研究所

明年正处在这样的最佳投资期：经济稳定复苏；银行业绩已经度过了滞后的衰退期开始恢复中速增长；通胀较温和，加息预期增强，但没有强到危及经济前景的地步。因此，从催化因素来看，良好的企业盈利数据、温和的 CPI 指数、上行的货币市场利率和较好的利润增长形势都会对估值构成向上支撑。

4.3 银行估值优势创新高

首先，自身纵比来看，银行板块估值处于历史低位。目前银行的估值水平是 16 倍 PE (TTM) 和 2.63 倍 PB (MRQ)。

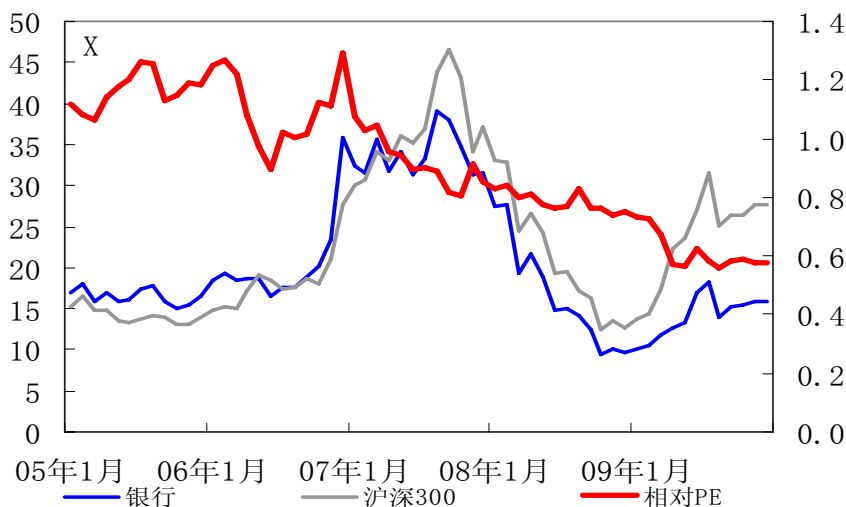
图 29：纵比：当前估值处于历史低点



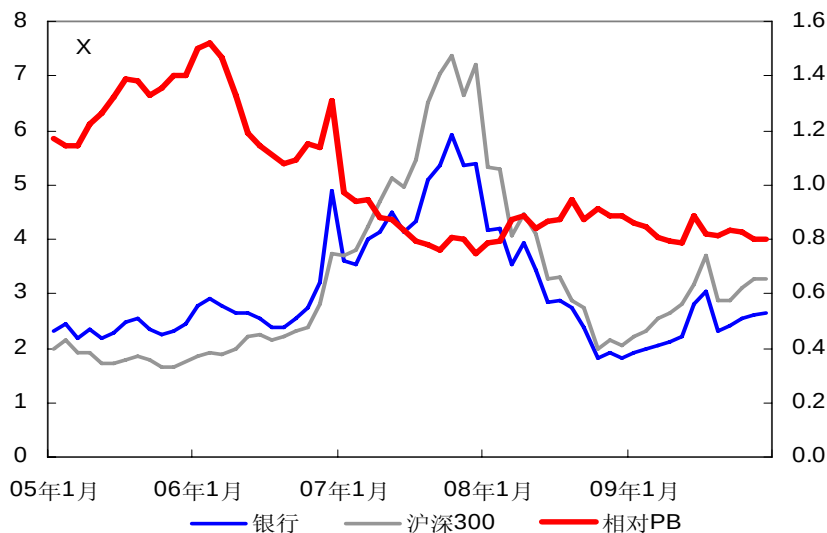
资料来源：上市公司，东方证券研究所

其次，相对 PE 和相对 PB 都已经降至新低水平。目前银行的 PE 已经不到沪深 300 平均水平的 60%。

图 29：横比：相对 PE 已经降到 60%以下

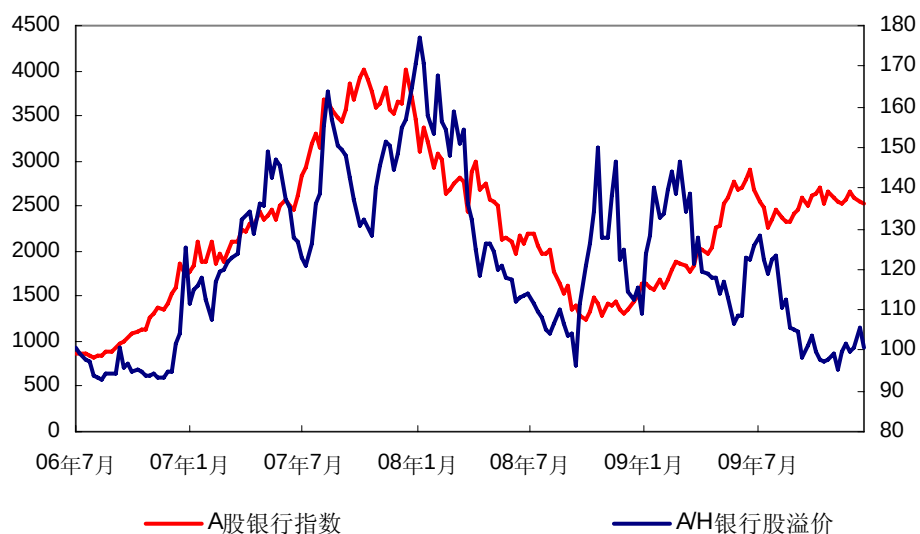


资料来源：上市公司，东方证券研究所

图 30：横比：相对 PB 在低点徘徊


资料来源：上市公司，东方证券研究所

最后，A-H 溢价处于历史低位附近。目前 A-H 股价对比基本处于平价状态。

图 31：横比：A-H 溢价提示跨市场配置机会


资料来源：上市公司，东方证券研究所

目前市场对于银行股的评价往往是：便宜，增长也比较确定，但有再融资的硬伤，需要资金量也大。我们的观点是：（1）2009 年，虽然对未来的增长预期相对确定，但当下的财报表现始终构成制约。而 2010 年财报的作用从负面转向正面。（2）再融资的压力会随着经济复苏趋势稳定而日趋缓和。（3）资金量不是问题。虽然基础货币增速会有所放缓，但货币乘数的上升和存款的活化会带来增量资金。

4.4 三条选股逻辑

净息差的提升差异仍然是 2010 年选股的主要着眼点，而构成上市银行间净息差反弹差异的，将主要是货币市场利率弹性和存款成本的稳定性。在不加息的前提下，货币市场利率构成资产收益端最大的提升动力；在通胀上升、加息预期增强时，存款端的稳定性会成为净息差对加息弹性的最大来源。此外，我们仍然要坚持“看长做短”。战略上提升潜力大的银行仍然会是我们首先考虑的标的。

表 18：从敏感性分析来看各家银行

	净利润对 净息差 (10BP)	净利润对 货币市场 收益率 (10BP)	净息差对 货币市场 利率 (10BP)	净利润对 对称加息 (27BP)	净息差对 对称加息 (27BP)	净利润对生 息资产增速 (1 个百分点)	净利润 对手续 费收入 (10%)
工行	5.96%	0.64%	1.10	0.12%	0.25	0.55%	3.00%
建行	5.47%	0.60%	1.10	0.93%	1.78	0.54%	3.01%
中行	6.42%	0.59%	0.93	1.48%	2.67	0.54%	3.86%
交行	7.32%	1.04%	1.49	3.16%	4.45	0.62%	2.72%
招行	7.82%	1.55%	1.91	1.65%	2.55	0.67%	3.53%
中信	6.02%	0.91%	1.47	1.49%	2.45	0.63%	1.59%
民生	6.50%	0.95%	1.65	1.69%	2.97	0.63%	2.47%
兴业	6.44%	1.30%	2.05	2.86%	5.04	0.61%	1.50%
浦发	7.67%	1.63%	2.17	4.50%	5.23	0.67%	1.06%
华夏	15.72%	2.46%	1.50	9.55%	5.64	1.34%	2.32%
深发展	7.95%	1.28%	1.59	4.35%	5.74	0.86%	1.60%
北京	5.66%	0.78%	1.43	2.77%	4.43	0.56%	0.81%
南京	5.67%	0.61%	1.15	1.64%	3.65	0.53%	1.61%
宁波	6.66%	0.71%	1.11	2.83%	4.23	0.76%	2.45%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

(1) 逻辑一：货币市场利率高弹性

根据 2009 年中期的业务结构数据来看，净息差对货币市场利率变动敏感性最大的银行分别是浦发、兴业和招行。若考察净利润对货币市场利率的弹性，则排序为华夏、浦发、招行、兴业和深发展。

不过，招行、浦发和深发展的货币市场敏感性缺口都与其偏高的贴现占比有关。事实上我们看到，3 季度这些银行的贴现占比都已经有明显下降。

表 19：招行、浦发和深发展 2009 年中期的货币市场利率弹性与其较高的贴现占比有关

	2008	2009H	2009Q3
招行	10.95%	18.04%	12.08%
兴业	11.52%	8.17%	6.13%
浦发	3.73%	11.28%	
深发展	14.88%	20.01%	14.42%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

(2) 逻辑二：存款成本稳定

存款成本稳定包含两层含义。一是活期存款占比高，这样结合中等略偏高的存贷比，就构成了对加息的高敏感性；二是存贷比也不能过高，不致因为存贷比管控而被迫高投入拓展存款业务，造成存款成本失控。

第一个层面上，我们看到对加息敏感性较高的银行包括华夏、深发展、浦发、交行和兴业、宁波、北京。其中，华夏的敏感性偏高，是由于该行 ROA 过低，且在上轮存款定期化下，活期存款占比意外地没有受到影响。深发展的高敏感性主要由于存贷比过高。浦发的高敏感性主要是因为资金业务占比低，因此存贷利差扩大对其影响更大。交行的敏感性来源于高于平均的活期占比和偏低的贴现占比。兴业与较高的存贷比水平有关。北京和宁波则主要是由于活期存款占比较高。此外，招商银行 2009 年中期活期存款占比较低，但预计该行在存款活期化过程中活期存款占比提升空间高于平均，对加息的敏感性将会快速扩大，因此同样是明显受益于通胀的个股之一。

表 20：大银行和小银行的活期存款占比较高

	2007	2008H	2008	2009H
工行	52.50%	49.40%	49.59%	50.84%
建行	59.08%	55.50%	53.35%	52.00%
中行	46.99%	44.63%	46.59%	47.93%
交行	58.93%	54.76%	52.80%	51.06%
招行	57.41%	53.57%	51.29%	49.26%
中信	50.95%	44.95%	44.88%	42.69%
民生	42.42%	41.58%	40.29%	37.40%
兴业	59.62%	52.34%	50.11%	50.82%
浦发	55.16%	51.20%	49.27%	48.85%
华夏	50.93%	47.83%	51.41%	52.11%
深发展	49.07%	43.43%	43.03%	41.48%
北京	63.27%	61.46%	62.00%	60.63%
南京	64.38%	59.40%	52.59%	55.34%
宁波	63.32%	60.07%	60.99%	60.78%
上市公司总计	53.47%	50.27%	49.93%	49.80%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

第二个层面上，我们要规避存贷比明显偏高的深发展。

(3) 逻辑三：战略上的成长潜力

我们希望能够识别在战略层面具备潜在优势的银行。我们认为这几类银行在中长期胜出的概率更大。一是综合型银行。通过多元化经营获得协同效应。工、建、中、交都在综合经营方面领先同业。其中，交行目前的综合经营态势相对领先。该行在上海国际金融中心建设中的“综合金融平台”定

位已经确定，这为其进一步争取经纪和投行牌照奠定基础。当然，金融危机余波未了，监管层对于综合经营态度必然谨慎，短期内取得突破的可能性非常有限。

表 20：大银行和小银行的活期存款占比较高

	保险	信托	基金	金融租赁	经纪	投行
工行			√	√		
建行		√	√	√		
中行			√	√		
交行	√*	√	√	√		
招行			√	√		
中信						
民生			√	√		
兴业						
浦发			√			
华夏						
深发展						
北京	**					
南京						
宁波						

* 即将入股中保康联

**正在筹备

资料来源：东方证券研究所

二是零售理财类银行。零售理财型银行涉及到两个关键能力。一是渠道，即把产品和服务投放出去的能力。渠道对于零售业务之所以比对公业务更重要，是因为零售客户对便利度的偏好显著高于对公客户。渠道可分为物理和电子渠道。物理渠道不仅要看数量，还要看网点的营销能力。从这个意义上来说，我们不仅要看到工、建、中、交的网点数量领先，还要看到网点改造进展缓慢的国有大行网点的营销效率是低于平均的。而对于交行来说，其网点大部分都已经完成了客户分流和改造，营销能力近年来有明显提升。电子渠道提供了对物理渠道的低成本替代，主要指的是网络银行，还包括电话银行、ATM 等。目前电子渠道领先的银行是工行和招行，此外建行、交行等银行的网银功能也不错。

另一个关键能力是产品。银行理财产品竞争力的差异本质就是能否提供更有有效的风险-收益特征。目前国内银行业理财产品主要集中在信贷类理财产品上，产品同质，无法提供更多样的风险-收益选择。因此，产品研发平台和能力将是决定零售银行输赢的重要因素。产品研发平台又是依托于综合经营框架的，体现出综合经营的协同效应。

目前招商银行仍然在零售方面占据先发优势。该行在电子渠道和信用卡上的优势在短期内尚无人能够撼动。未来我们期待招行在产品基础方面继续得到加强。同时我们认为交通银行在零售理财业务上的潜力被市场所低估。近年来交行在零售上的大力投入已经对该行的零售竞争力产生了积极的推动。

三是社区型银行。典型专注于小企业贷款，因此对脱媒化和利率市场化相对免疫。目前来看，南京银行也可归入此类模式。民生银行的“商贷通”产品，也是在此业务领域的有益探索。

4.5 推荐招行、交行、南京

我们将组合调整为招行、交行、南京。

(1) 招商银行

推荐理由：

- 较高的货币市场利率弹性。
- 较高的加息敏感性。
- 对手续费收入增长的弹性最大。招行的手续费收入占比在上市银行中排名第二，仅次于中行。但中行的手续费收入多来自于中银香港，弹性偏低。
- 沪深 300 第一权重股，受益于股指期货推出预期。

制约因素：

- 资本充足率有一定压力，因此在 220 亿配股完成前，贷款增速都不会太快，贴现置换为一般性贷款的过程也受到限制。

(2) 交通银行

推荐理由：

- 被明显低估的零售型银行。战略上的优势被市场所忽视。事实上，该行正在积累在战略业务上的优势，包括综合经营框架（综合金融平台）、零售理财渠道（网点改造完成）、零售客户基础（信用卡发卡量过千万张）等。
- 高层变更带来管理提升机遇。
- 息差翘尾，2010 年增长确定。交行是我们认为在 3 季度息差翘尾特征明显的 6 家银行之一。
- 沪深 300 权重指标股。

制约因素：

- 拨备覆盖率偏低。但预计在 4 季度能够得到妥善解决
- 再融资存在有限压力。3 季度末，交行的核心资本充足率为 8.08%，与其他大银行相比有所偏低。此外该行还需要为综合经营进行收购而囤积资本。不过与招行、浦发、华夏等银行不同，在再融资完成之前该行仍有规模扩张能力。

(3) 南京银行

推荐理由

- 可持续的规模扩张：配股完成后，南京银行资本充足水平将达到全市场最高位，同时公司存贷比仅为 65%左右，预计 2010 年南京银行的信贷余额增速将超过 30%，
- 资产质量将保持稳定：新行长 08 年底上任后，曾对公司的资产进行了清查，并以谨慎为先的

原则，计提了较多的不良，因此公司存量的资产风险较小。

● 杠杆化带来的高增长。预计南京银行 2010 年净利润增速有望达到 43%，EPS 有望达到 1.25 元（未考虑配股摊薄），2011 和 2012 年净利润增速也都有望保持 30%以上的增长。

制约因素：

● 费用控制是关键：公司在异地扩张中投入相应较大，能否控制费用并将成本收入比控制在一个合适范围将成为公司未来发展的重要因素。

分析师承诺

金麟、王鸣飞、何浪

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn