

# 银行业2010年年度投资策略

## 从经济周期到监管“逆周期”

银行业分析师：邱志承、黄飙、谈煊、戴志锋

Dec. 14, 2009, 深圳



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

# 内容目录

1 2010年的超预期，最可能来自监管政策

2 营业收入取决于充足率和贷款利率上浮

3 关注2010年营业支出的反弹压力

4 估值与结论

# 1.1 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、经济政策及企业和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，其变动成为影响宏观经济、银行业和资本市场最重要的因素。

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，且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。

## 1.2 监管调整的本质是对政府长期利益的保护

银监会政策的主要特征就是“逆周期”调节和趋于严格，这个是由国际环境和过往经验决定的。

我们认为更严格的监管标准，是一次利益的调整，银行经营的风险程度下降了，表面是对于储户利益的更好保护，但在中国政府对全国性的银行都有隐含的担保，其实是减少了政府的隐含担保，是对未来政府权益的保护，但股东利益却因此有所减少。宏观经济的加杠杆和银行业的去杠杆，这可以看成是一种更为隐蔽的银行板块让利。

我们认为这一轮监管收紧的过程很可能并没有结束，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，快速收紧的过程；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，并没有达到其原有目标。

---

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| <b>2006.1.16</b>  | 《商业银行风险监管核心指标(试行)》        |
| <b>2007.7.26</b>  | 关于《商业银行资本充足率管理办法》修改的决定    |
| <b>2008.12.9</b>  | 《商业银行并购贷款风险管理指引》          |
| <b>2009.1.10</b>  | 《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》 |
| <b>2009.1.16</b>  | 2009年第一次经济金融形势通报会         |
| <b>2009.7.17</b>  | 2009年第三次经济金融形势通报会         |
| <b>2009.10.21</b> | 《关于商业银行资本补充机制的通知》         |
| <b>2009.11.23</b> | 提出信贷风险管理三大要求              |
| <b>2009.11.26</b> | 《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》      |
| <b>2009.11.29</b> | 提出建立“逆周期”、三方面的动态监管机制      |

---

# 1.3 监管周期的影响远没有结束

监管政策收紧主要体现的几个方面：

## 1. 资本充足率

根据最新出台的充足率计算方法，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。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。

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。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。

## 2. 拨备覆盖率

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。

3. 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。

# 1.4 监管政策的长期影响远大于短期

在2009年上半年，因为规模增长和标准提高，上市银行相当于核心资本充足率下降了3个百分点。

|      | 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 | 29,842   | 164,848 | 194,690 | 34,650  | 160,040 | -2.9% |
| 建设银行 | 27,713   | 146,679 | 174,392 | 28,167  | 146,226 | -3.0% |
| 中国银行 | 40,171   | 149,137 | 189,308 | 39,937  | 149,372 | -3.0% |
| 交通银行 | 8,989    | 48,034  | 57,023  | 9,656   | 47,367  | -3.0% |
| 招商银行 | 7,345    | 33,025  | 40,371  | 10,994  | 29,377  | -2.7% |
| 中信银行 | 7,951    | 28,360  | 36,311  | 6,831   | 29,480  | -3.1% |
| 民生银行 | 7,854    | 28,927  | 36,781  | 6,562   | 30,220  | -3.1% |
| 浦发银行 | 8,826    | 29,174  | 38,000  | 8,291   | 29,709  | -3.1% |
| 兴业银行 | 7,436    | 20,874  | 28,309  | 6,231   | 22,078  | -3.2% |
| 华夏银行 | 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% |
| 北京银行 | 2,189    | 7,295   | 9,484   | 1,906   | 7,578   | -3.1% |
| 南京银行 | 1,052    | 2,271   | 3,324   | -145    | 3,469   | -4.6% |
| 宁波银行 | 713      | 2,266   | 2,979   | 330     | 2,649   | -3.5% |
| 合计   | 154,036  | 683,362 | 837,398 | 157,572 | 679,826 | -3.0% |

# 1.4 监管政策的长期影响远大于短期

在宁波银行的定向增发和招商银行的配股在年底之前完成的假设下，根据多数银行今年下半年风险资产，规模增速会有所放缓而利润留存增加的情况，2009年全年的缺口较上半年有所收拢。

|      | 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

## 1.4 监管政策的长期影响远大于短期

### 虚拟银行假设模型的建立：

假设一家银行，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。

### 模型结论：

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。**



# 1.4 监管政策的长期影响远大于短期

虚拟银行核心充足率要求**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   | 不需要   | 需要    |

虚拟银行核心充足率要求**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   | 不需要   | 需要    | 不需要   | 需要    | 不需要   | 不需要   | 需要    | 不需要   |

# 1.4 监管政策的长期影响远大于短期

对于虚拟银行新的充足率要求下的估值敏感性测算：

我们建立的DDM模型，可以看到资本充足率的要求提高后，**规模增速更高银行估值下降的更快。**

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%  |

# 1.4 监管政策的长期影响远大于短期

对于虚拟银行新的充足率要求的估值敏感性测算：

我们建立的DDM模型，可以看到资本充足率的要求提高后，**资产盈利能力更高的银行，抵御更高充足率对估值冲击更强。**

|         |       | ROA(%) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         |       | 0.325  | 0.400 | 0.475 | 0.550 | 0.625 | 0.700 | 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%  |

# 1.4 监管政策的长期影响远大于短期

对于新的充足率要求的估值敏感性测算:

不仅仅关注目前的ROA水平，更在意中长期可持续的ROA，因此我们更重视收入/总资产，如果不是管理上的原因，拨备和费用支出少不可持续。

上市银行ROA分解

|      | 2008A |      |       |       |         |      | 1-3Q2009 |      |       |       |         |      |
|------|-------|------|-------|-------|---------|------|----------|------|-------|-------|---------|------|
| (%)  | 息差    | 非息   | 费用    | 拨备    | 所得<br>税 | ROA  | 息差       | 非息   | 费用    | 拨备    | 所得<br>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 |

# 1.4 监管政策的长期影响远大于短期

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。

充足率要求的提高，对于估值影响十分明显，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。

这时高ROA或高RORWA对于估值的重要性大幅的提高了，这决定了利润留存多少和内源性再融资能力。

我们的观点是：

在更高的核心充足率的要求下，我们应给高RORWA的银行更高的估值，而高增长给予的溢价应有所下降，因为规模成长的成本已经大幅上升了。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。

# 内容目录

1

2010年的超预期，最可能来自监管政策

2

营业收入取决于充足率和贷款利率上浮

3

关注2010年营业支出的反弹压力

4

估值与结论

## 2.1 贷款收益率将是2010年息差收入分化的主要原因

单季生息率及付息率（按期初期末余额计算）：生息率企稳而付息率下降

|      | 资产生息率（%） |      |      |      |      |      | 负债付息率（%） |      |      |      |      |      |
|------|----------|------|------|------|------|------|----------|------|------|------|------|------|
|      | 2Q08     | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 2Q08     | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 |
| 工商银行 | 4.79     | 4.84 | 4.78 | 3.90 | 3.57 | 3.55 | 2.07     | 2.21 | 2.13 | 1.78 | 1.58 | 1.47 |
| 建设银行 | 5.12     | 5.17 | 4.98 | 4.16 | 3.81 | 3.70 | 2.00     | 2.14 | 2.07 | 1.78 | 1.59 | 1.49 |
| 中国银行 | 4.53     | 4.57 | 4.35 | 3.46 | 3.23 | 3.27 | 2.14     | 2.23 | 2.09 | 1.58 | 1.43 | 1.35 |
| 交通银行 | 5.00     | 5.19 | 4.65 | 3.92 | 3.57 | 3.67 | 2.27     | 2.48 | 2.35 | 1.98 | 1.72 | 1.62 |
| 大型银行 | 4.86     | 4.94 | 4.69 | 3.86 | 3.54 | 3.55 | 2.12     | 2.26 | 2.16 | 1.78 | 1.58 | 1.48 |
| 招商银行 | 5.30     | 5.04 | 4.81 | 3.84 | 3.33 | 3.41 | 1.89     | 1.97 | 2.05 | 1.66 | 1.45 | 1.39 |
| 中信银行 | 5.56     | 5.64 | 5.05 | 4.05 | 3.79 | 3.94 | 2.31     | 2.44 | 2.27 | 1.84 | 1.58 | 1.45 |
| 民生银行 | 5.80     | 5.71 | 5.35 | 4.39 | 3.95 | 4.07 | 2.80     | 2.80 | 2.62 | 2.03 | 1.81 | 1.63 |
| 浦发银行 | 5.95     | 5.84 | 4.30 | 4.21 | 3.85 | 3.78 | 2.97     | 2.86 | 1.72 | 2.26 | 1.89 | 1.65 |
| 兴业银行 | 6.12     | 6.14 | 5.29 | 4.45 | 4.15 | 4.15 | 3.24     | 3.41 | 2.81 | 2.33 | 2.14 | 1.91 |
| 华夏银行 | 5.90     | 6.18 | 5.50 | 4.52 | 4.14 | 4.20 | 3.19     | 3.68 | 3.49 | 2.84 | 2.38 | 2.25 |
| 深发展A | 6.38     | 6.14 | 5.78 | 4.78 | 4.05 | 3.90 | 3.58     | 3.42 | 3.17 | 2.17 | 1.76 | 1.57 |
| 中型银行 | 5.86     | 5.81 | 5.15 | 4.32 | 3.90 | 3.92 | 2.86     | 2.94 | 2.59 | 2.16 | 1.86 | 1.69 |
| 北京银行 | 5.22     | 5.20 | 4.57 | 3.87 | 3.62 | 3.66 | 2.47     | 2.34 | 1.93 | 1.66 | 1.51 | 1.47 |
| 南京银行 | 5.37     | 5.29 | 5.42 | 4.17 | 4.09 | 3.80 | 2.68     | 2.80 | 2.68 | 1.77 | 1.69 | 1.47 |
| 宁波银行 | 6.38     | 6.33 | 4.90 | 4.41 | 4.16 | 4.31 | 3.20     | 3.11 | 2.02 | 1.65 | 1.44 | 1.61 |
| 小型银行 | 5.88     | 5.81 | 5.16 | 4.29 | 4.12 | 4.06 | 2.94     | 2.96 | 2.35 | 1.71 | 1.56 | 1.54 |
| 上市银行 | 5.55     | 5.54 | 5.01 | 4.17 | 3.82 | 3.83 | 2.64     | 2.73 | 2.42 | 1.97 | 1.73 | 1.61 |

## 2.1 贷款收益率将是2010年息差收入分化的主要原因

从2008年4季度开始的息差下降及2009年3季度反弹，部分是由于存贷款再定价时间的不同；存款的再定价也即将完全结束，在3季度付息率的下降已经较少，目前定活存款利率之差不大，因此小幅的活期化，对于成本影响不大。我们预计在4季度付息率的下降将仅仅是几个基点的水平

未来息差上升的幅度主要取决于几项变量：

一是贷款在资产中的占比，占比高的未来生息率上升较多；

二是票据置换的空间，空间较大而且置换愿望较强的银行，息差上升空间较大；

三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。



## 2.1 贷款收益率将是2010年息差收入分化的主要原因

|      | 贷款/盈利资产 (%) |      |      |      |      |      | 存贷比 (%) |      |      |      |      |      |
|------|-------------|------|------|------|------|------|---------|------|------|------|------|------|
|      | 2Q08        | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 2Q08    | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 |
| 工商银行 | 46.3        | 47.1 | 46.9 | 47.4 | 47.5 | 47.8 | 57.8    | 56.0 | 55.8 | 57.1 | 57.0 | 57.2 |
| 建设银行 | 50.1        | 49.5 | 50.2 | 49.8 | 49.7 | 50.1 | 61.2    | 59.3 | 59.5 | 59.9 | 59.5 | 60.1 |
| 中国银行 | 50.0        | 49.9 | 47.4 | 48.0 | 52.5 | 56.4 | 65.8    | 65.7 | 63.7 | 64.3 | 68.4 | 70.7 |
| 交通银行 | 51.2        | 52.1 | 49.6 | 52.9 | 52.5 | 54.7 | 68.6    | 69.0 | 71.2 | 75.0 | 73.1 | 75.4 |
| 大型银行 | 49.4        | 49.7 | 48.5 | 49.6 | 50.6 | 52.2 | 63.3    | 62.5 | 62.6 | 64.1 | 64.5 | 65.8 |
| 招商银行 | 53.2        | 51.8 | 55.6 | 55.3 | 58.4 | 58.0 | 71.0    | 66.9 | 69.9 | 68.8 | 74.8 | 73.9 |
| 中信银行 | 56.7        | 59.9 | 56.0 | 66.6 | 70.6 | 69.4 | 74.6    | 75.6 | 70.3 | 78.9 | 84.3 | 83.1 |
| 民生银行 | 57.6        | 59.3 | 62.4 | 63.9 | 64.1 | 63.7 | 80.5    | 80.0 | 83.8 | 80.2 | 84.1 | 82.6 |
| 浦发银行 | 62.0        | 57.6 | 53.3 | 56.9 | 58.0 | 56.9 | 74.6    | 74.0 | 73.6 | 78.7 | 76.0 | 72.9 |
| 兴业银行 | 48.2        | 49.1 | 48.9 | 53.3 | 52.8 | 54.8 | 82.7    | 80.6 | 79.0 | 80.4 | 77.6 | 82.0 |
| 华夏银行 | 53.2        | 52.8 | 48.6 | 53.7 | 53.2 | 52.3 | 73.1    | 72.5 | 73.2 | 76.6 | 75.6 | 76.0 |
| 深发展A | 55.8        | 58.7 | 59.8 | 61.2 | 63.3 | 65.0 | 71.8    | 74.4 | 78.7 | 79.7 | 82.2 | 85.0 |
| 中型银行 | 55.2        | 55.6 | 54.9 | 58.7 | 60.0 | 60.0 | 75.5    | 74.8 | 75.5 | 77.6 | 79.2 | 79.4 |
| 北京银行 | 48.5        | 45.6 | 46.3 | 49.5 | 52.3 | 53.6 | 62.6    | 60.7 | 61.1 | 64.9 | 64.8 | 65.0 |
| 南京银行 | 38.3        | 39.3 | 42.9 | 45.8 | 46.3 | 43.6 | 61.1    | 61.3 | 64.1 | 61.6 | 63.7 | 65.5 |
| 宁波银行 | 49.7        | 46.3 | 47.6 | 45.2 | 49.5 | 55.1 | 68.3    | 65.4 | 64.5 | 63.1 | 66.2 | 76.0 |
| 小型银行 | 44.0        | 42.8 | 45.2 | 45.5 | 47.9 | 49.3 | 64.7    | 63.4 | 64.3 | 62.3 | 65.0 | 70.7 |
| 上市银行 | 51.7        | 51.8 | 51.5 | 53.9 | 55.3 | 56.0 | 70.1    | 69.3 | 69.8 | 71.1 | 72.5 | 73.9 |

# 2.1 贷款收益率将是2010年息差收入分化的主要原因

## 票据置换空间：

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。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。

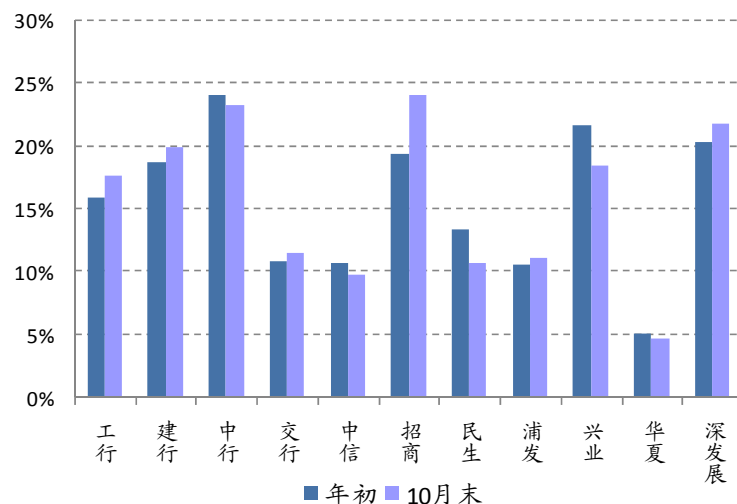
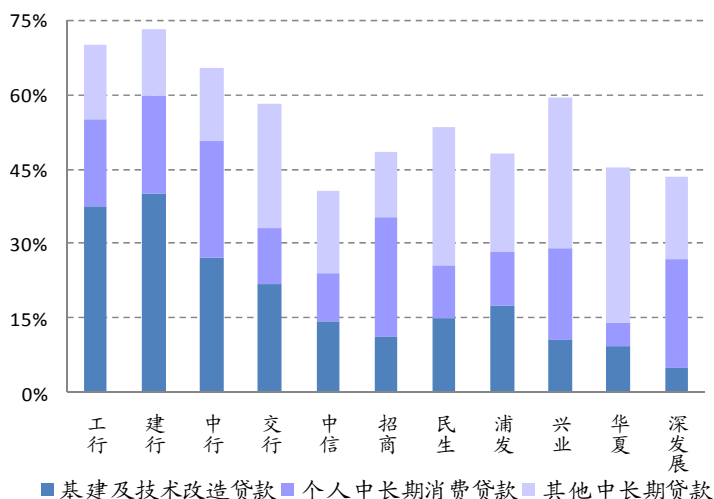
|         | 工行    | 建行   | 中行    | 交行    | 中信    | 招商    | 民生    | 浦发    | 兴业    | 华夏    | 深发展   |
|---------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 3Q2008  | 5.01  | 3.40 | 4.45  | 2.16  | 7.76  | 7.93  | 4.21  | 3.53  | 4.73  | 4.86  | 7.20  |
| 2008A   | 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 |

## 2.1 贷款收益率将是2010年息差收入分化的主要原因

### 中长期贷款占比及其结构:

相比08年三季度末，今年10月末除中信外的各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。

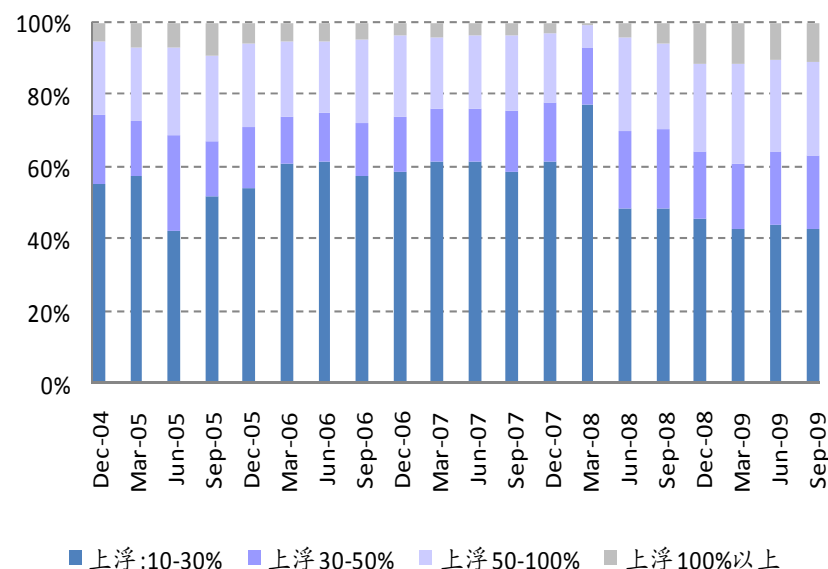
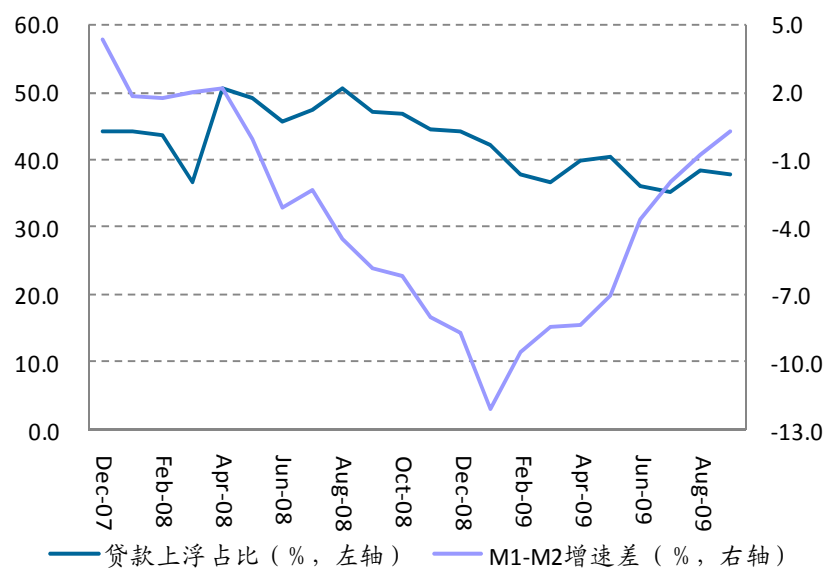
其他中长期贷款需求的拐点均提前于中长期贷款整体的拐点发生，其他中长期贷款的变化更能反映企业部门最真实、及时的贷款需求变化情况，也是银行受益议价能力提升趋势最大和最能产生公司个体收益差异的部分。



## 2.1 贷款收益率将是2010年息差收入分化的主要原因

对其目标客户定价能力的提升:

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。



## 2.2 资本充足率对于贷款发放的力度会有重大的影响

三季度末除了中信外的中型银行在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，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

|      | 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  |
| 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  |
| 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 |

# 2.1 贷款收益率将是2010年息差收入分化的主要原因

上市银行息差水平预测:

|      | 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  |

# 内容目录

1 2010年的超预期，最可能来自监管政策

2 营业收入取决于充足率和贷款利率上浮

3 关注2010年营业支出的反弹压力

4 估值与结论

# 关注2010年营业支出的反弹压力

要关注的变量之一是信贷成本的恢复性上升，由于上市银行在2008年年底对于未来宏观经济的判断较为悲观，提取了较多的拨备，而在2009年由于流动性的过剩，资产质量在经济增速下降时出现了大幅的好转

此外，部分银行为了平滑业绩，也在2009年减少了拨备支出，因此上市银行在2009年信贷成本下降幅度很大

在2010年多家银行的信贷成本将出现恢复性的上升，2010年信贷成本低的银行业绩增长也被影响

另一项因素是费用支出，3季度费用增速已经出现了部分的反弹，在2009年过分压缩费用的银行，在2010年也有反弹的压力

从这个角度来看，民生、华夏和深发和大型银行是较好的选择



## 3.1 “逆周期”监管下，2010年不良形成会有恢复性上升

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。

# 3.1 “逆周期”监管下，2010年不良形成会有恢复性上升

|      | 不良形成率(季度) |       |       |       |       |       | 不良形成率(年累计) |        |       |       |       |        |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|-------|-------|-------|--------|
|      | 2Q08      | 3Q08  | 4Q08  | 1Q09  | 2Q09  | 3Q09  | 1H08       | 1-3Q08 | 2008A | 1Q09  | 1H09  | 1-3Q09 |
| 工商银行 | 0.20      | 0.40  | 0.38  | 0.23  | 0.04  | -0.26 | 0.03       | 0.16   | 0.22  | 0.23  | 0.13  | -0.01  |
| 建设银行 | 0.52      | 0.40  | 0.94  | 0.08  | -0.24 | -0.24 | 0.11       | 0.21   | 0.40  | 0.08  | -0.09 | -0.14  |
| 中国银行 | -0.08     | 0.50  | 0.66  | 0.07  | -0.50 | -0.18 | -0.22      | 0.03   | 0.20  | 0.07  | -0.23 | -0.21  |
| 交通银行 | 0.33      | 0.19  | 1.05  | 0.48  | 0.27  | 0.17  | 0.36       | 0.30   | 0.51  | 0.48  | 0.37  | 0.30   |
| 大型银行 | 0.24      | 0.37  | 0.76  | 0.21  | -0.11 | -0.13 | 0.07       | 0.18   | 0.33  | 0.21  | 0.05  | -0.02  |
| 招商银行 | -0.87     | 0.53  | 0.36  | 0.16  | 0.10  | 0.01  | -0.26      | 0.01   | 0.11  | 0.16  | 0.13  | 0.09   |
| 中信银行 | -4.99     | -0.18 | 0.09  | -0.06 | 0.48  | -0.14 | 0.30       | 0.13   | 0.12  | -0.06 | 0.23  | 0.10   |
| 民生银行 | 0.62      | 0.52  | 0.40  | 0.42  | 0.06  | -0.13 | 0.41       | 0.45   | 0.44  | 0.42  | 0.22  | 0.10   |
| 浦发银行 | -0.27     | 0.20  | 1.90  | -0.15 | 0.14  | -0.03 | -0.15      | -0.03  | 0.49  | -0.15 | 0.00  | -0.01  |
| 兴业银行 | 0.28      | 0.53  | -0.26 | 0.16  | 0.02  | -0.01 | 0.11       | 0.26   | 0.12  | 0.16  | 0.09  | 0.05   |
| 华夏银行 | 0.52      | 0.52  | 0.62  | 0.63  | 0.58  | 0.55  | 0.53       | 0.53   | 0.55  | 0.63  | 0.61  | 0.51   |
| 深发展A | -0.52     | 1.48  | 0.39  | 0.10  | 0.81  | 0.02  | -0.32      | 0.31   | 0.33  | 0.10  | 0.47  | 0.30   |
| 中型银行 | -0.75     | 0.51  | 0.50  | 0.18  | 0.31  | 0.04  | 0.09       | 0.24   | 0.31  | 0.18  | 0.25  | 0.17   |
| 北京银行 | -0.30     | -0.17 | 0.35  | -0.03 | -0.27 | -0.21 | -0.24      | -0.22  | -0.06 | -0.03 | -0.15 | -0.17  |
| 南京银行 | -1.13     | 1.26  | 1.82  | 1.10  | 0.36  | -0.10 | -0.46      | 0.15   | 0.60  | 1.10  | 0.71  | 0.41   |
| 宁波银行 | 0.22      | 1.36  | 1.54  | 0.31  | 0.40  | 0.37  | 0.25       | 0.64   | 0.89  | 0.31  | 0.35  | 0.34   |
| 小型银行 | -0.46     | 1.31  | 1.68  | 0.71  | 0.38  | 0.14  | -0.10      | 0.39   | 0.74  | 0.71  | 0.53  | 0.38   |
| 上市银行 | -0.40     | 0.59  | 0.76  | 0.27  | 0.19  | 0.00  | 0.05       | 0.24   | 0.38  | 0.27  | 0.23  | 0.15   |

## 3.2 信贷成本预测更多取决于动态监管思路

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。

## 3.2 信贷成本预测更多取决于动态监管思路

### 要考虑银监会动态拨备与信贷成本

|      | 拨备支出/平均贷款(季度) |      |      |      |       |       | 拨备支出/拨备前利润 |        |      |      |      |        |
|------|---------------|------|------|------|-------|-------|------------|--------|------|------|------|--------|
|      | 2Q08          | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09  | 3Q09  | 1H08       | 1-3Q08 | 08A  | 1Q09 | 1H09 | 1-3Q09 |
| 工商银行 | 0.91          | 1.42 | 1.92 | 0.34 | 0.45  | 0.33  | 17.8       | 21.9   | 27.6 | 8.44 | 10.6 | 10.3   |
| 建设银行 | 1.42          | 0.88 | 3.13 | 0.89 | 0.35  | 0.30  | 15.5       | 16.7   | 29.8 | 20.9 | 15.0 | 12.6   |
| 中国银行 | 1.86          | 1.12 | 2.27 | 0.66 | 0.42  | 0.15  | 23.1       | 24.7   | 34.3 | 18.8 | 15.2 | 12.2   |
| 交通银行 | 0.77          | 0.92 | 1.46 | 0.48 | 0.63  | 0.59  | 16.9       | 19.2   | 24.8 | 14.9 | 18.1 | 19.3   |
| 大型银行 | 1.24          | 1.09 | 2.20 | 0.59 | 0.46  | 0.34  | 18.3       | 20.6   | 29.1 | 15.8 | 14.7 | 13.6   |
| 招商银行 | 0.53          | 0.39 | 1.44 | 0.34 | 0.68  | 0.05  | 7.52       | 8.01   | 16.2 | 12.7 | 20.4 | 14.3   |
| 中信银行 | 0.72          | 0.60 | 2.47 | 0.30 | 0.31  | 0.19  | 11.3       | 12.5   | 26.6 | 11.6 | 11.9 | 10.3   |
| 民生银行 | 0.74          | 0.91 | 2.16 | 0.76 | 0.74  | 0.24  | 16.5       | 20.4   | 38.3 | 28.6 | 22.9 | 20.1   |
| 浦发银行 | 0.14          | 0.29 | 1.22 | 0.73 | 0.22  | -0.01 | 12.6       | 11.4   | 19.5 | 26.9 | 17.6 | 12.3   |
| 兴业银行 | 0.66          | 0.31 | 1.56 | 0.22 | -0.17 | 0.15  | 13.1       | 11.8   | 19.6 | 7.38 | 0.45 | 2.30   |
| 华夏银行 | 1.15          | 1.31 | 1.92 | 0.85 | 0.72  | 0.95  | 44.1       | 45.6   | 55.0 | 48.0 | 42.0 | 42.9   |
| 深发展A | 1.05          | 0.89 | 8.19 | 0.69 | 0.70  | 0.31  | 30.0       | 29.2   | 90.2 | 25.6 | 27.4 | 23.2   |
| 中型银行 | 0.71          | 0.67 | 2.71 | 0.55 | 0.46  | 0.27  | 19.3       | 19.8   | 37.9 | 23.0 | 20.4 | 17.9   |
| 北京银行 | 0.82          | 0.95 | 2.11 | 0.02 | 0.47  | 0.10  | 10.3       | 13.1   | 21.0 | 0.64 | 7.14 | 5.93   |
| 南京银行 | 0.89          | 0.68 | 3.25 | 1.18 | 0.65  | 0.27  | 10.9       | 10.8   | 21.9 | 21.5 | 19.2 | 15.6   |
| 宁波银行 | 0.39          | 0.79 | 0.89 | 0.39 | 0.77  | 0.81  | 11.1       | 13.2   | 16.6 | 10.9 | 16.9 | 20.2   |
| 小型银行 | 0.64          | 0.74 | 2.07 | 0.79 | 0.71  | 0.54  | 11.0       | 12.0   | 19.3 | 16.2 | 18.1 | 17.9   |
| 上市银行 | 0.86          | 0.81 | 2.45 | 0.60 | 0.50  | 0.33  | 17.7       | 18.9   | 32.4 | 19.7 | 18.3 | 16.6   |

### 3.2 信贷成本预测更多取决于动态监管思路

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，即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。

|      | 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  |

### 3.3 寻找2010年费用支出反弹压力较小的银行

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

|      | 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        |
| 招商银行 | 46.8      | 41.7  | 20.0   | 21.5     | 33.4        | 28.7   | 23.4  | <b>3.7</b>  |
| 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   | <b>-4.8</b> |
| 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  | <b>8.3</b>  |
| 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        |
| 上市银行 | 36.9      | 29.0  | 4.88   | 9.31     | 26.0        | 32.1   | 22.3  | -3.5        |

# 3.3 寻找2010年费用支出反弹压力较小的银行

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；

另一方面，我们还关注固定资产与存款的比值，存款是核心负债，是银行客户基础和市场份额的体现，而固定资产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，

|      | 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     |
| 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     |
| 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     |

# 3.3 寻找2010年费用支出反弹压力较小的银行

考虑支出费用压缩后反弹情况的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  |



# 内容目录

1 2010年的超预期，最可能来自监管政策

2 营业收入取决于充足率和贷款利率上浮

3 关注2010年营业支出的反弹压力

4 投资建议

# 投资建议

我们仍然推荐大型银行里的工商银行和建设银行，虽然这两家银行息差弹性不一定是最大，但由于资本充足率较高，加上宏观经济中出现的国进民退，未来大型银行规模增速还将较快，这能部分弥补息差弹性的不足。更重要的是，大型银行在2009年拨备和费用支出没有刻意的大幅压缩，在2010年不存在支出大幅上升的压力，因此业绩增速确定，增速在行业内也处于较高的水平。

此外，我们还推荐业务弹性较大的民生银行和华夏银行，我们在之前的报告中已经推荐过华夏银行（参见《华夏银行：业绩超预期可能最高，估值最低》），目前推荐理由基本不变，但会更关注其充足率和资产质量对业绩的影响。

民生银行财务结构和华夏有相似之处，息差和业绩弹性较大，加上费用和拨备支出也不会出现大幅的反弹，以剔除处置海通股权后的业绩进行对比，民生2010年也将有较快的业绩增速。



国信证券经济研究所

GUOSEN

Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

