

2010 年 2 月 26 日

中国银行业

花自飘零水自流

新巴塞尔协议旨在降低银行的杠杆率，烫平业绩周期性，提升银行在经济下行周期时对抗风险的能力。未来可能出台的具体措施将更加严格资本要求，鼓励银行在经济繁荣时积累超额资本和准备金。我们预计，中国银行业的盈利能力和增长前景和合理估值均将受到一定的负面影响，同时，货币政策的收紧也会对银行业的增长有所限制。但估值的相对优势和 1 季度业绩的强劲增长可能使股价的短期表现超越大市。我们认为，加息和 1 季度利差超预期或将成为引领反弹的利好因素。

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

图表 1. 上市公司估值表

公司名称	代码	评级	收盘价	目标价	上升幅度 (%)
A 股					
北京银行	601169.SS	持有	15.34	16.03	4.49
交通银行	601328.SS	持有	8.05	8.45	5.00
建设银行	601939.SS	买入	5.57	6.70	20.21
招商银行	600036.SS	买入	14.70	17.93	22.00
中信银行	601998.SS	卖出	6.73	6.10	(9.42)
工商银行	601398.SS	持有	4.83	5.05	4.47
兴业银行	601166.SS	持有	33.08	35.12	6.17
民生银行	600016.SS	买入	7.16	8.11	13.25
南京银行	601009.SS	持有	16.11	14.73	(8.58)
宁波银行	002142.SZ	买入	14.92	18.55	24.30
浦发银行	600000.SS	持有	19.49	20.08	3.05
深发展	000001.SZ	持有	21.55	21.46	(0.42)
华夏银行	600015.SS	买入	10.65	12.80	20.23
H 股					
交通银行	3328.HK	卖出	7.99	7.04	(11.84)
建设银行	0939.HK	买入	5.93	7.09	19.61
中信银行	0998.HK	持有	5.32	5.61	5.42
招商银行	3968.HK	买入	17.92	22.00	22.78
工商银行	1398.HK	持有	5.57	5.96	7.03
民生银行	1988.HK	买入	7.80	8.87	13.71

资料来源：彭博及中银国际研究预测

以 2010 年 2 月 23 日当地货币收市价为标准，招商银行收盘价已经考虑了配股权

本报告所有数字均四舍五入

*孙鹏、尹颖桦亦对本报告有重要贡献

支撑评级的要点

- 中国引入巴塞尔协议 III 将大大降低银行的杠杆率，这无疑将降低股东的回报水平。在不同的情境和不同的措施实施力度下，我们计算出银行的净资产收益率将下降 1.5%-3.6%。同时，资产的可持续增长率也将有所下降。为满足新巴塞尔协议的要求，国内银行将不得不进行股权融资。
- 目前市场预计 2010 年中国银行业净利润增速为 22%，实际业绩超出市场预期的可能性很小。因此，盈利增长不会成为提升估值的强劲动力。随着货币政策的收紧，中国银行业面临的政策风险也有所加大。
- 目前 A 股银行的平均 2010 年预测市盈率为 15 倍，市净率为 2.14 倍，在整体法下较市场平均水平折让 32%。目前，中国银行板块的估值较低。促使股价反弹的因素包括 1 季度的良好业绩和加息。股指期货和融资融券也会为 A 股表现提供流动性支持。我们预计，2010 年 1 季度末到 2 季度初，银行板块的表现将跑赢大市。

首选买入

- A 股中我们看好招商银行、宁波银行和华夏银行。H 股中我们看好招商银行和民生银行。

目录

过度调整带来的投资机会	3
对抗周期，降低银行杠杆率.....	9
紧缩政策对银行的影响.....	16
2010 年 1 季度业绩预测	18
资产负债实力及资产久期	23
招商银行	27
交通银行	31
北京银行	35
浦发银行	37
南京银行	39
华夏银行	41
宁波银行	43
附录一、新巴塞尔协议下资本要求计算方法.....	45
附录二、资金募集与摊薄	49
附录三、利率和资本充足率.....	54
附录四、2010 年各上市银行预测及主要比率	58
附录五、业绩预测.....	60
研究报告中所提及的有关上市公司	61

过度调整带来的投资机会

危机后的稳定意识大大增强

金融危机无疑使得各国政府更加重视金融安全，为此金融机构可能需要放缓脚步，以便走得更稳健更持久。巴塞尔协议 III 的一个重要目标就是对抗周期性，减小银行在经济下行周期中的风险

金融危机无疑使得各国政府更加重视金融安全，为此金融机构可能需要放缓脚步，以便走得更稳健更持久。巴塞尔协议 III 的一个重要目标就是对抗周期性，减小银行在经济下行周期中的风险。巴塞尔委员会最新发布的一系列讨论稿鼓励银行在经济上行周期中保留超额资本和准备金，这将在一定程度上限制银行在经济上行时的盈利能力和增长速度，但能在经济下行周期时提供缓冲。虽然我们承认，从长期来看，这些措施都有利于银行的长远发展和金融系统的稳定，但另一方面，银行的成长性将受到限制，股东的回报水平也会下降。那些保持较高杠杆水平的银行将无法再获得超额回报（特别是在上行周期中）。我们认为，由于增速放缓，国内银行的吸引力将有所下降。而另一方面，拨备和资本的增强使得银行在面对市场危机时更加稳健。我们认为，银行股将比以往更具防御性，同时在上行周期中的成长性将被弱化。

估值、盈利能力和增速下滑

引入巴塞尔协议 III 将明显降低银行的杠杆水平，这无疑将降低股东的回报率

引入巴塞尔协议 III 将明显降低银行的杠杆水平，这无疑将降低股东的回报率。在不同的情境和不同的措施实施力度下，我们计算得出银行的净资产收益率将下降 1.5%-3.6%。同时，资产的可持续增长率也将有所下降。根据我们的计算，由于一级资本充足率要求的提高和风险加权资产的增长，总资产内生可持续增速将由之前的 22% 放缓至 12%。同时，理论上讲，由于新措施导致银行盈利波动性减小，因此风险折现率应有所下降。但尽管如此，总体而言，盈利能力和增速的减弱仍将导致合理估值的显著下降。

图表 2. 合理估值与一级资本充足率要求

	目前	情境 1	情境 2	情境 3
一级资本要求(%)	5	8	9	10
资产/权益(倍)	22	17.2	16	15
资产收益率(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
净资产收益率(%)	17.6	15.48	14.4	13.5
折让率(%)	10.98	10.5	10.2	9.9
永续增长率(%)	7.04	6.192	5.76	5.4
合理市净率(倍)	2.7	2.2	1.9	1.8
变动幅度(%)		(19.6)	(27.4)	(32.8)

资料来源：中银国际研究

如果银行业盈利能保持强劲增长，融资带来的摊薄效应还是在可接受的范围内。根据我们的计算，假设盈利增速为 15%，如果融资规模不超过 5,000 亿人民币，那么每股收益在 2010 年仍将保持同比正增长

融资、摊薄效应和流动性

为满足新巴塞尔协议的要求，我们预计国内银行将不得不进行股权融资，因为目前发行次级债难度较大。根据融资规模和可能的融资方式推算，如果银行业盈利能保持强劲增长，融资带来的摊薄效应还是在可接受的范围内。根据我们的计算，假设盈利增速为 15%，如果融资规模不超过 5,000 亿人民币，那么每股收益在 2010 年仍将保持同比正增长。虽然融资活动对估值的影响有限，但从流动性的角度看，却可能给股价带来一定压力。假设内地和香港两地上市的银行在 A 股和 H 股市场各融资 50%，那么他们的 A 股股本将扩大 14.8-23.1%，H 股股本将扩大 9.6-16.4%。

图表 3. 融资和可能带来的摊薄效应

	情境 1 (大银行 2010 年资本充足率 12%，股份制银行 11%，城市商业银行 14%，风险权重不变)	情境 2 (大银行 2010 年资本充足率 13%，股份制银行 12%，城市商业银行 15%，风险权重增加 1%)
总融资规模(百万)	270,000	440,000
09 年市盈率(倍)	16.24	16.24
09 年市净率(倍)	2.65	2.65
2010 年市盈率 (融资前，单位：倍，假设净利润增长 15%)	14.06	14.06
2010 年市净率 (融资前，单位：倍)	2.37	2.37
2010 年净资产收益率 (融资前，单位：%)	18.72	18.72
通过增发进行股权融资		
2010 年市盈率 (融资后，单位：倍)	15.23	15.56
2010 年市净率 (融资后，单位：倍)	2.17	2.13
2010 年净资产收益率 (融资后，单位：%)	17.09	17.59
通过配股进行股权融资		
2010 年市盈率 (融资后，单位：倍)	15.11	15.41
2010 年市净率 (融资后，单位：倍)	2.15	2.11
2010 年净资产收益率 (融资后，单位：%)	17.09	16.69

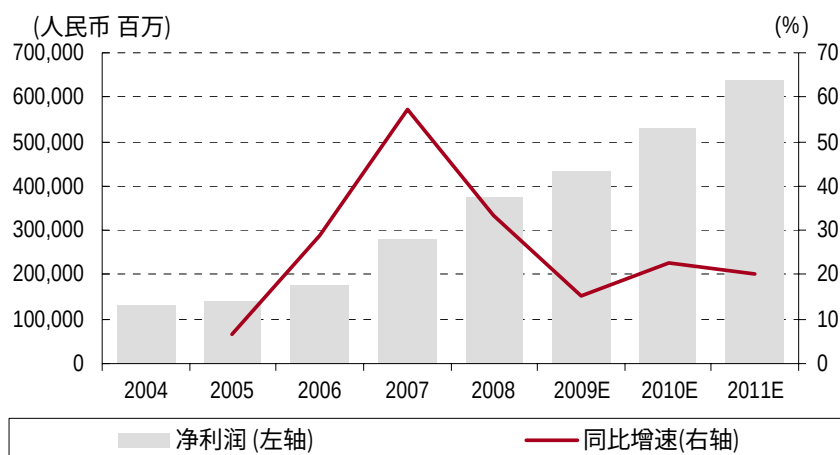
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

即使我们承认在较宽松的坏账确认标准下，银行业利润可能会超出我们的预测，但最终业绩超出市场预期的可能性很小

业绩很难超过市场预期

目前市场预期中国银行业 2010 年净利润增速为 22%，我们的预测低于市场预期，原因是净息差上升幅度较小，同时信用成本较高。即使我们承认在较宽松的坏账确认标准下，银行业利润可能会超出我们的预测，但最终业绩超出市场预期的可能性很小。因此，2010 年的盈利增长不会成为提升估值的强劲动力。

图表 4. 市场预期的盈利增速



资料来源：万得资讯、彭博、中银国际研究预测

由于对扩张的控制和信用风险问题，货币政策收紧总体会对银行产生一定的负面影响，但不同的紧缩措施对银行盈利能力的影

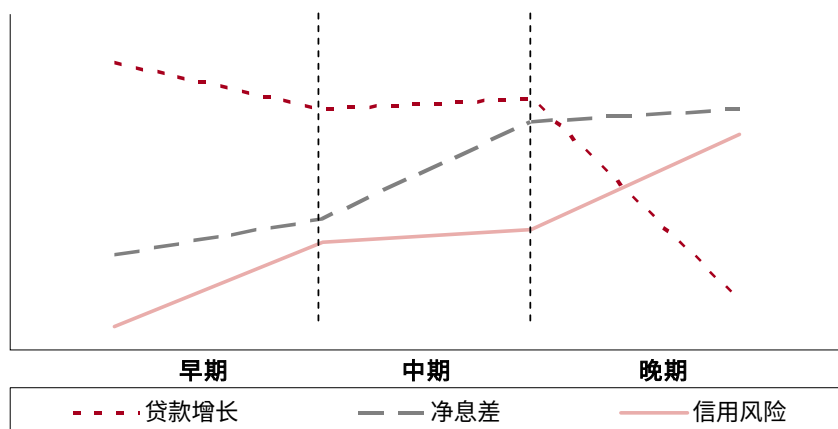
货币政策的收紧使得银行板块过度调整，同时也带来了投资机会，我们认为目前股价下投资者可以介入。促使股价反弹的因素包括1季度净利差复苏超预期和加息

货币政策收紧、相对便宜的估值和季度业绩

随着货币政策的收紧，2010 年中国银行业面临的政策风险也有所加大。虽然我们承认由于对扩张的控制和信用风险问题，货币政策收紧总体会对银行产生一定的负面影响，但不同的紧缩措施对银行盈利能力的影响也不同。信贷额度和上调准备金率会对银行产生负面影响，而加息则有助于净息差的提升（特别是在初始阶段）。此外，尽管全年业绩超出预期的可能性很小，但 1 季度业绩强劲可能会成为推动股价上涨的因素。更为重要的是，目前 A 股银行的平均 2010 年预测市盈率只有 15 倍，市净率只有 2.14 倍，在整体法下较市场平均水平折让 32%。

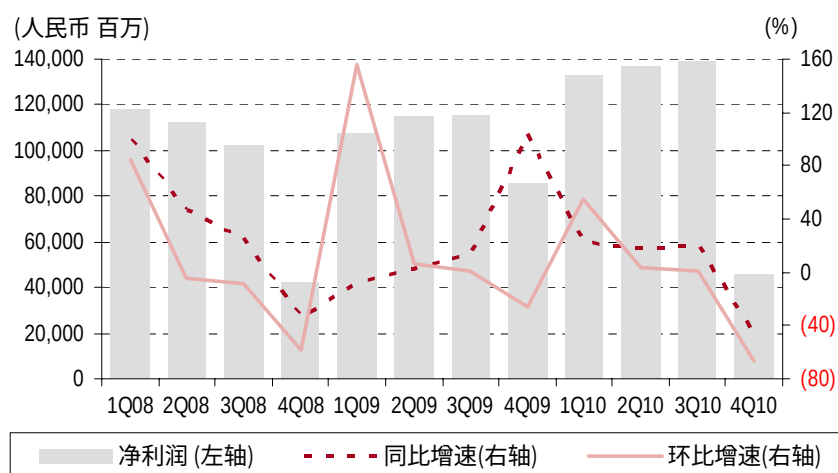
货币政策的收紧使得银行板块过度调整，同时也带来了投资机会，我们认为目前股价下投资者可以介入。促使股价反弹的因素包括 1 季度净利差复苏超预期和加息。股指期货和融资融券交易也会为 A 股表现提供流动性支持。我们预计，2010 年 1 季度末到 2 季度初，银行板块的表现将跑赢大市。

图表 5. 紧缩政策进程和上市银行的主要经营业绩



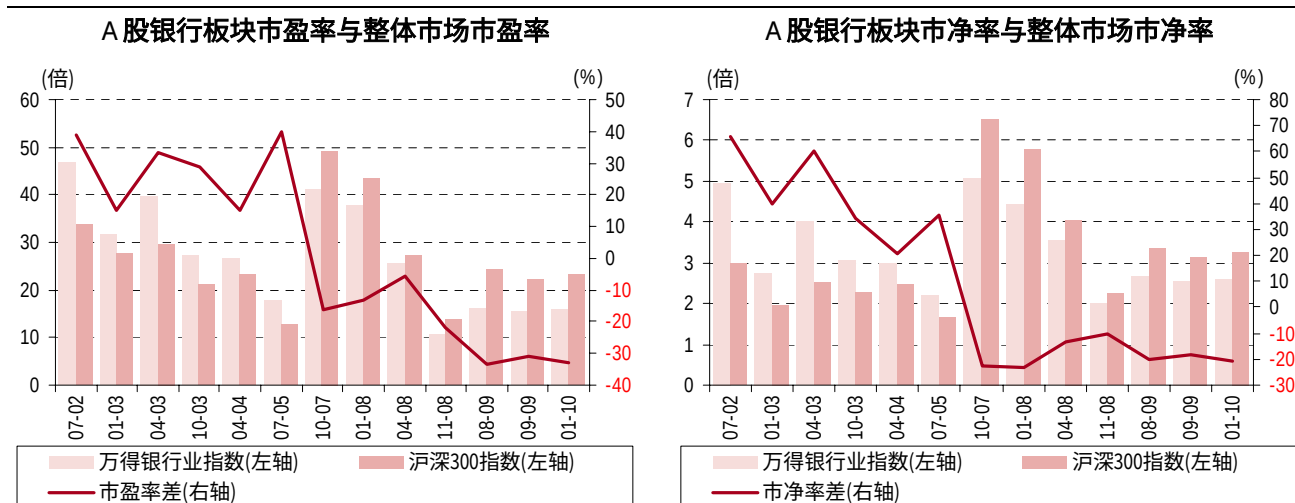
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 6. 季度净利润增速



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

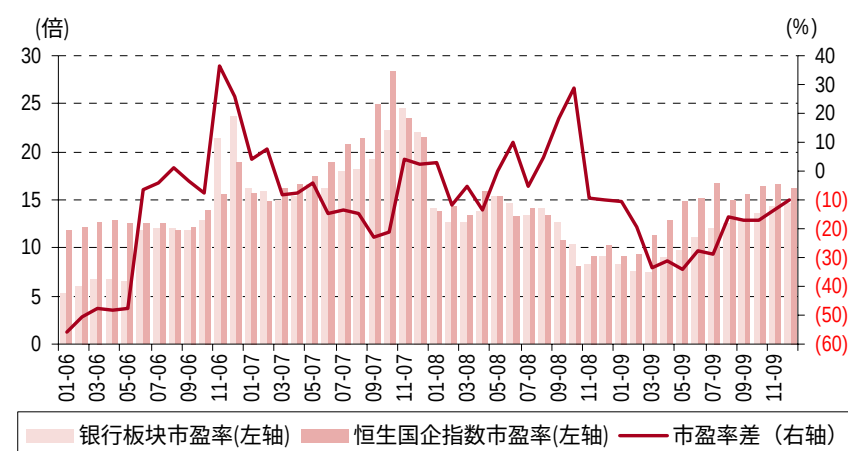
图表 7. A 股银行板块与整体市场的估值对比



注释: 盈利是按照过去 12 个月的盈利计算而出, 净资产是最新报告期数字, 市盈率 (市净率) 差=万得银行指数市盈率 (市净率) / 沪深 300 指数市盈率 (市净率) *100-100

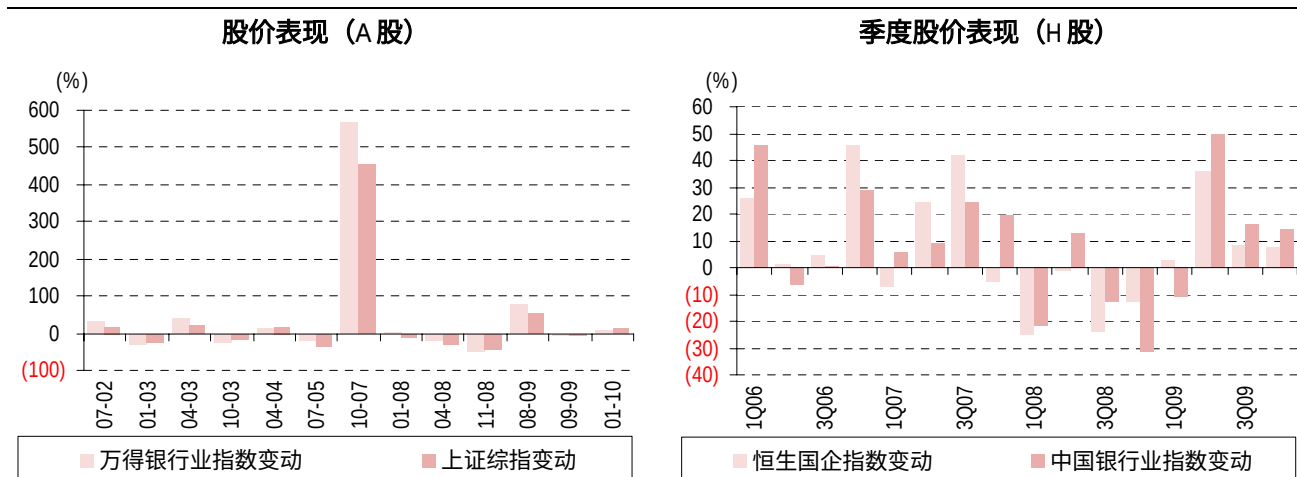
资料来源：中银国际研究预测、万得资讯

图表 8. H 股银行板块估值与整体市场估值对比



资料来源：彭博、中银国际研究预测

图表 9. 银行板块和整体市场股价表现



资料来源：中银国际研究预测、万得资讯、彭博

2010 年银行板块市盈率较市场总体市盈率的合理折让率为 20%，而目前的折让率表明银行板块估值颇具吸引力

考虑到银行板块每股收益增速（12%）与市场总体增速（20%）之间的差距以及盈利能力减弱带来的合理估值下降，我们认为 2010 年银行板块市盈率较市场总体市盈率的合理折让率为 20%，而目前的折让率表明银行板块估值颇具吸引力。

个股选择

我们看好有较强的存款基础、对加息的敏感性较高以及融资不确定性较小的银行。A 股中，我们看好招商银行、宁波银行和华夏银行。

我们看好有较强的存款基础、对加息的敏感性较高以及融资不确定性较小的银行。A 股中，我们看好招商银行、宁波银行和华夏银行。我们还将浦发银行的评级由卖出上调至持有，因为预计其净息差将快速回升。H 股中，我们看好招商银行和民生银行。我们将交通银行 H 股的评级下调至卖出，因为其利润增长较慢同时杠杆率较高。

图表 10.上市银行的主要比率

	2010 年底 资本充足率 (%)	杠杆率(倍)	内生贷款 增速 (%)	净息差提升 幅度 (%)	A 股流通股 扩大比例 (%)	1 季度净利润 增速 (%)	2 季度净利润 增速 (%)
工商银行	11.1	25.4	32.8	2.7	73.3	19.0	30.0
其他银行	10.4	24.4	14.8	1.6	149.9	20.7	3.8
建设银行	10.7	24.3	26.5	2.8	113.2	23.7	20.0
交通银行	10.4	30.6	13.8	2.6	11.9	24.0	27.0
招商银行	11.7	29.4	21.6	4.3	4.5	18.0	33.0
中信银行	10.0	22.5	10.8	4.0	43.4	49.5	32.0
兴业银行	12.3	20.1	7.7	3.3	13.5	31.9	22.0
浦发银行	9.4	35.4	20.0	3.7	19.8	40.0	13.0
深发展	10.4	26.8	2.8	3.2	0.0	17.9	16.0
民生银行	10.8	22.3	9.3	3.6	NA	19.7	(30.0)
华夏银行	9.5	27.6	15.1	3.3	33.0	58.9	20.0
宁波银行	14.9	20.6	19.6	3.5	0.0	21.3	40.0
南京银行	16.4	18.2	36.4	1.7	26.2	14.2	28.0
北京银行	14.3	14.3	37.4	3.2	5.8	26.1	35.0

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 11.估值表

	评级	收盘价	目标价	上升/下 跌空间	目标 市净率	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			每股收益 (人民币,元)			每股账面价值 (人民币,元)			净资产收益率 (%)		
		(人民币)	(人民币)			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
		(港币)	(港币)																	
工商银行	持有	5.57	5.96	7.03	2.50	14.80	13.47	13.31	2.72	2.47	2.26	0.33	0.36	0.37	1.80	1.99	2.17	19.43	19.24	17.76
建设银行	买入	5.93	7.09	19.61	2.64	13.19	11.97	11.56	2.62	2.36	2.14	0.40	0.44	0.45	1.99	2.21	2.44	20.88	20.77	19.44
其他银行	买入	3.86	4.82	24.97	1.94	13.42	10.94	9.86	1.86	1.68	1.50	0.25	0.31	0.34	1.83	2.02	2.26	14.55	16.16	17.09
交通银行	卖出	7.99	7.04	(11.84)	1.59	12.15	12.76	11.79	2.31	2.07	1.75	0.58	0.55	0.60	3.05	3.40	4.03	20.10	17.10	14.86
招商银行	买入	17.92	22.00	22.78	3.25	14.17	17.77	18.67	3.09	3.27	2.71	1.18	0.94	0.89	5.41	5.11	6.16	28.58	18.58	15.88
中信银行	持有	5.32	5.61	5.42	1.72	13.71	12.32	11.15	1.91	1.77	1.58	0.34	0.38	0.42	2.45	2.65	2.96	14.86	14.94	15.01
民生银行	买入	7.80	8.87	13.71	1.73	16.40	11.16	11.35	2.40	1.66	1.48	0.42	0.62	0.61	2.86	4.14	4.66	15.15	17.43	13.76
平均		7.77	8.77	11.67	2.20	13.98	12.91	12.53	2.42	2.18	1.92	0.50	0.51	0.53	2.77	3.07	3.53	18.35	17.64	16.25
民生银行	买入	7.16	8.11	13.25	1.74	17.08	11.62	11.82	2.50	1.73	1.54	0.42	0.62	0.61	2.86	4.14	4.66	15.15	17.43	13.76
招商银行	买入	14.70	17.93	22.00	2.91	14.03	16.98	17.78	2.86	3.02	2.51	1.10	0.91	0.87	5.41	5.11	6.16	28.58	18.58	15.88
浦发银行	持有	19.49	20.08	3.05	2.23	8.82	10.69	13.72	2.65	2.52	2.16	2.21	1.82	1.42	7.36	7.75	9.02	35.77	24.00	16.94
华夏银行	买入	10.65	12.80	20.23	1.95	17.30	15.86	13.98	1.94	1.77	1.61	0.62	0.67	0.76	5.50	6.02	6.55	15.17	11.66	12.06
深发展	持有	21.55	21.46	(0.42)	2.19	10.53	13.46	15.32	4.08	3.21	2.19	0.20	1.60	1.41	5.28	6.72	9.82	4.18	26.67	18.18
其他银行	持有	4.09	4.39	7.22	1.94	16.13	13.15	11.86	2.24	2.02	1.81	0.25	0.31	0.34	1.83	2.02	2.26	14.55	16.16	17.09
工商银行	持有	4.83	5.05	4.47	2.33	14.56	13.25	13.10	2.68	2.43	2.23	0.33	0.36	0.37	1.80	1.99	2.17	19.43	19.24	17.76
兴业银行	持有	33.08	35.12	6.17	2.42	14.53	12.50	14.49	3.37	2.72	2.28	2.28	2.65	2.28	9.80	12.15	14.51	25.90	24.10	18.85
交通银行	持有	8.05	8.45	5.00	2.10	13.89	14.58	13.47	2.64	2.37	2.00	0.58	0.55	0.60	3.05	3.40	4.03	20.10	17.10	14.86
中信银行	卖出	6.73	6.10	(9.42)	2.06	19.67	17.68	16.00	2.75	2.54	2.27	0.34	0.38	0.42	2.45	2.65	2.96	14.86	14.94	15.01
宁波银行	买入	14.92	18.55	24.30	3.45	28.00	25.45	24.53	4.24	3.85	2.77	0.53	0.59	0.61	3.52	3.87	5.38	15.83	15.86	14.01
南京银行	持有	16.11	14.73	(8.58)	1.87	20.33	18.19	19.86	2.62	2.44	2.04	0.79	0.89	0.81	6.15	6.61	7.89	13.71	13.88	12.31
建设银行	买入	5.57	6.70	20.21	2.75	14.06	12.75	12.32	2.79	2.52	2.28	0.40	0.44	0.45	1.99	2.21	2.44	20.88	20.77	19.44
北京银行	持有	15.34	16.03	4.49	2.31	17.64	17.36	15.32	2.83	2.51	2.21	0.87	0.88	1.00	5.43	6.12	6.93	17.92	15.30	15.35
平均		13.02	13.96	8.00	2.30	22.96	15.25	15.25	2.87	2.55	2.14	0.78	0.90	0.85	4.46	5.05	6.06	18.72	18.26	15.82

* 招商银行收盘价考虑了配股权

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

对抗周期，降低银行杠杆率

金融危机带来改变

巴塞尔银行监管委员会最近刚刚发布了一系列旨在加强全球资本和流动性监管、加强银行业抵御风险能力的新规讨论稿

巴塞尔银行监管委员会最近刚刚发布了一系列旨在加强全球资本和流动性监管、加强银行业抵御风险能力的新规讨论稿。2009年9月6日，各国央行和监管机构的管理者以及巴塞尔银行监管委员会召开会议，讨论了一系列加强银行业监管和风险管理的措施。2009年12月17日，巴塞尔委员会发布了一系列新规讨论稿，内容包括：

一，提高资本基础的质量、连贯性和透明度；

二，加强资本框架内的风险覆盖。除了对交易账户和资产证券化的改革外，委员会还提出要提高对衍生产品、回购协议和证券融资活动所引发的交易对手信用风险的资本要求；

三，引入杠杆率作为最低资本要求的补充衡量工具。这将有助于防止银行系统出现过高杠杆，有利于提高安全性；

四，引入一系列措施鼓励银行在经济形势较好的时候积累资本，并在困难时期加以利用。逆周期的资本框架将有助于银行系统的稳定；

五，对跨国银行引入最低流动性的全球性标准。

巴塞尔委员会将在2010年进一步评估和审议这些措施，并计划在2012年底前全面实施

巴塞尔委员会将在2010年进一步评估和审议这些措施，并计划在2012年底前全面实施。

图表 12. 巴塞尔委员会新规实施时间表

2009年9月	全球监管者开会讨论新的监管措施
2009年12月	发布一系列新规的征求意见稿
2010年2月	开始对其影响进行定量研究
2010年4月	公开征求意见期结束
2010年4月	影响的定量研究结束
2010年中旬	根据影响研究和公众意见进行评估
2010年底	发布新规的最终版本
2012年底	执行新规

资料来源：巴塞尔银行监管委员会、中银国际研究

对中国银行业的影响

巴塞尔委员会最近提出的杠杆率要求可能对中国银行业产生深远影响

(1) 引入杠杆率

巴塞尔委员会最近提出的杠杆率要求可能对中国银行业产生深远影响。截至 09 年上半年末，中国上市银行的杠杆率在 4%-4.9%。如果严格实行杠杆率要求，那么中国银行业的资产增速将受到严重影响。假设杠杆率要求为 5%，那么如果没有外部融资，2010 年国内上市银行的资产增速将只有 3.8%，如果融资 3,000 亿人民币，资产增速将为 17.6%。从长期角度来看，中国银行业的内生增速预计为 13%，而 05-09 年间，上市银行的资产年均复合增长率为 20%。因此，严格的杠杆率要求将严重限制银行的资产扩张速度。

图表 13.上市银行的 2010 年资产增速和杠杆率(融资前)

	杠杆率要求	
	4%	5%
宽松的计算方法	29.7%	3.8%
严格的计算方法	7.7%	-13.9%

注释：严格的计算方式指我们将所有的表外资产均计入资产合计，宽松的计算方式指我们将部分表外资产计入杠杆率计算

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 14.上市银行的 2010 年资产增速和杠杆率(融资 3,000 亿人民币)

	杠杆率要求	
	4%	5%
宽松的计算方法	47.0%	17.6%
严格的计算方法	22.0%	-2.4%

资料来源：公司数据、中银国际研究

新协议征求意见稿还要求银行保留高于最低监管要求的超额资本金

(2) 通过留存资本建立缓冲

新协议征求意见稿还要求银行保留高于最低监管要求的超额资本金。资本基础应足够缓冲行业面临下滑周期时的潜在损失，并确保银行的资本基础高于最低监管要求。银行应在最低监管要求之上建立一个缓冲区，当资本水平已下降至这一区间内时，资本分配就应受到限制。新协议要求在资本充足率下降至一定区间内时就应该减少派息甚至员工的奖金。在中国，据称银行的法定准备金率可能要与资本充足率挂钩。巴塞尔委员会也在讨论制定一项规定，要求银行在有迹象显示信用风险已超出正常水平时调整资本缓冲区间(通过前面章节中提到的资本留存)。委员会可能规定一个宏观经济变量或一组变量用于评估某个国家或地区的信用风险程度。这可能需要考虑不同国家或地区金融行业所处的不同发展阶段。举例来说，一个需要考虑的变量就是各个国家或地区信贷总量/GDP 比率及该比率的长期走势。

巴塞尔委员会支持更加谨慎的拨备原则，他们主张调整对预计损失的会计处理方法，因为国际会计准则理事会目前正在讨论按照预计损失来计提准备

与现有的《商业银行资本充足率管理办法》相比，新的监管框架要求银行采取对风险更加敏感的方法来评估信用风险和市场风险，并首次要求为操作风险计提资本

(3) 预计损失拨备

巴塞尔委员会支持更加谨慎的拨备原则，他们主张调整对预计损失的会计处理方法，因为国际会计准则理事会目前正在讨论按照预计损失来计提准备。贷款减值拨备应该充足，并基于能够反映银行现有贷款组合在其到期前可能出现的信贷损失的稳健计算方法。不同于发生损失后再计提拨备的模型，计提拨备的会计模型应包含更广泛的信用信息从而能够较早的辨认及确认损失。

(4) 风险加权资产的计算方法调整

从 2007 年开始，银监会发布了一系列有关资本监管的正式指引和征求意见稿，这些措施与巴塞尔协议 III 基本一致。与现有的《商业银行资本充足率管理办法》相比，新的监管框架要求银行采取对风险更加敏感的方法来评估信用风险和市场风险，并首次要求为操作风险计提资本。同时，新的监管框架敦促银行谨慎管理银行账户的利率风险和证券化风险，并提出了更加严格的信息披露要求。

图表 15. 现有及新监管框架下的风险加权资产计算方法

风险类型	现有框架	新框架	对资本充足率的影响
信用风险	与标准化法相似; 风险权重由监管者制定	内部评级法	要求资本减少，风险加权资产下降，资本充足率提高 0.3-1%
市场风险	标准化法	内部模型法	影响有限
操作风险	未评估	标准化法, 基本指标法或预先衡量法	要求为操作风险计提资本，资本充足率将下降 0.5-1.5%
证券化风险	未评估	要求直接扣减资本并计算风险加权资产	要求为证券化风险计提资本，导致资本充足率下降

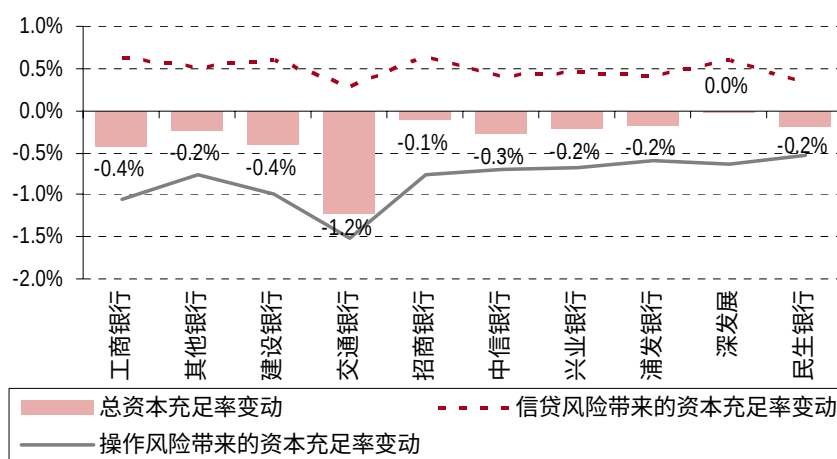
资料来源：银监会、中银国际研究

根据试点银行的初步测算，在新框架下，信用风险和市场风险所需要的资本比现有规定下要少，但操作风险则会增加银行的资本要求。总体来说，国有大银行的资本充足率将下降不到 1%

根据试点银行的初步测算，在新框架下，信用风险和市场风险所需要的资本比现有规定下要少，但操作风险则会增加银行的资本要求。总体来说，国有大银行的资本充足率将下降不到 1%，而招商银行的总体资本充足率可能略有上升。差异可能来源于资产结构、资产质量和风险假设的不同。我们在附录一中详细介绍了新的计算方法。

由于可用数据有限,我们只能大致分析信用风险和操作风险对上市银行资本充足率的影响。我们的计算是基于我们对各类银行贷款违约概率和违约损失率的假定,并且没有考虑抵押和担保可能带来的风险缓释。鉴于测算结果对关键假定的敏感性很高,银行采用的关键假设需要与银监会沟通确认。尽管最终结果可能和我们的测算有一定出入,但我们认为差异不会太大。

图表 16.信用风险和操作风险对主要上市银行资本充足率的影响



注释 我们假设公司贷款违约概率为1.3%, 违约损失率为45%(交通银行公司贷款违约概率为1.4%)、按揭贷款违约概率为0.8%, 违约损失率为35%, 零售循环贷款违约概率为3%, 违约损失率为95%, 其他个人贷款违约概率为2%, 违约损失率为50%

资料来源:公司数据、中银国际研究预测

(5) 对一级资本更加严格的定义

巴塞尔委员会最新提出的方案还对一级资本给出了更加严格的定义

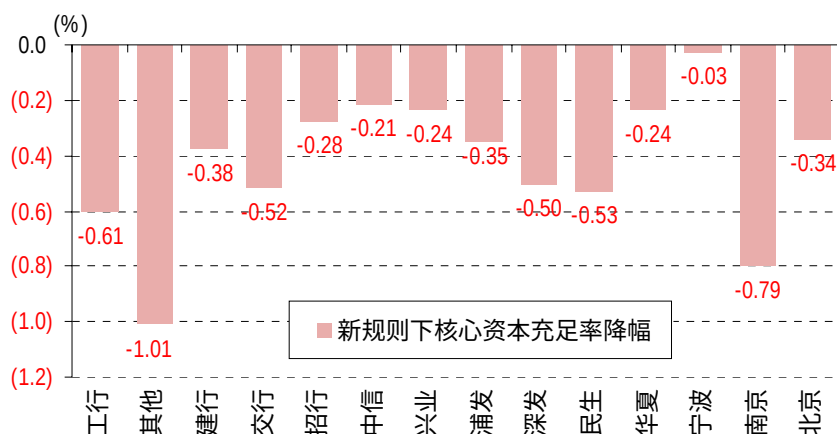
巴塞尔委员会最新提出的方案还对一级资本给出了更加严格的定义, 内容包括:

1. 从一级资本中扣除少数股东权益;
2. 从一级资本中完全扣除净递延税资产;
3. 从一级资本中完全扣除未计提的预期损失、对金融机构的投资和证券化资产, 而不是只扣除 50% ;
4. 从一级资本中扣除未实现的可供出售金融产品损失 ;
5. 从一级资本中扣除养老金固定收益计划;
6. 逐步淘汰创新一级资本工具。

根据新的规则，上市银行的核心资本充足率将平均下降0.43%。有些银行的下降幅度最大，这主要是由于他们的少数股东权益和对其他金融机构的投资较高

我们评估了这些要求对中国银行业的潜在影响。由于数据有限，我们主要评估了扣除少数股东权益、净递延税资产和金融实体投资的影响。根据新的规则，上市银行的核心资本充足率将平均下降0.43%。有些银行下降幅度较大，这主要是由于他们的少数股东权益和对其他金融机构的投资较高。

图表 17.新规则对上市银行的核心资本充足率的影响



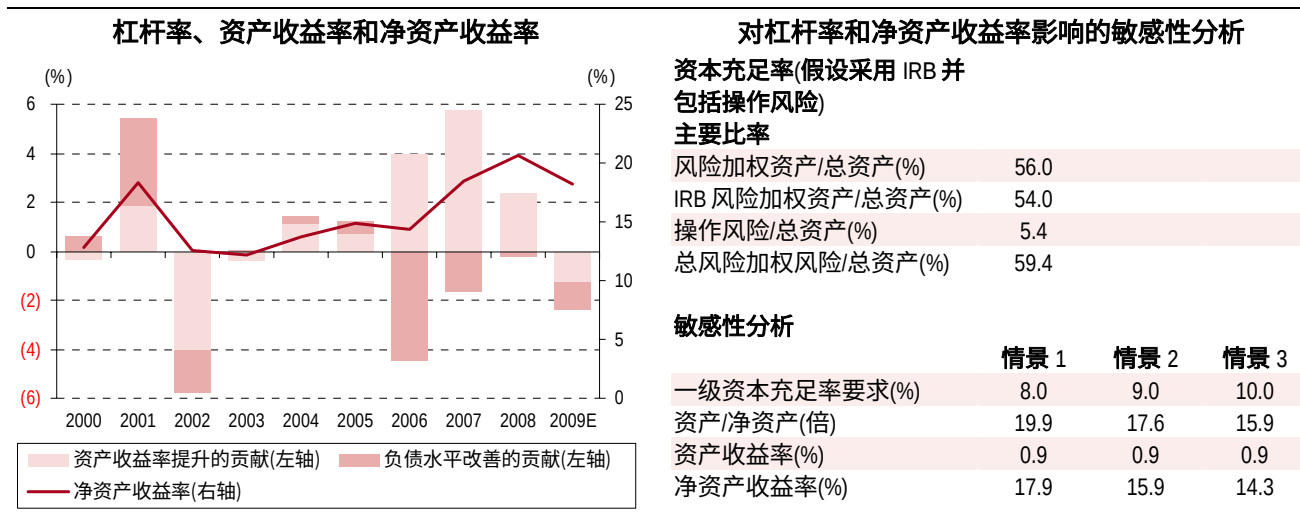
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

过去，中国银行业的净资产收益率较高部分是由于经营效率的改善及经营结构的调整，同时，较高的杠杆率也有助于获得较高回报。然而，引入巴塞尔协议Ⅲ的要求将大大降低银行的杠杆水平，从而降低回报率。我们计算得出，如果这些措施严格执行，银行的净资产收益率将下降1.5%-3.6%

杠杆率、回报率和增速都将受到负面影响

过去，中国银行业的净资产收益率较高部分是由于经营效率的改善及经营结构的调整，同时，较高的杠杆率也有助于获得较高回报。然而，引入巴塞尔协议Ⅲ的要求将大大降低银行的杠杆水平，从而降低回报率。我们计算得出，如果这些措施严格执行，银行的净资产收益率将下降1.5%-3.6%。

图表 18. 杠杆率、资产收益率和净资产收益率



注释: IRB 指内部评级法

资料来源: 中银国际研究预测

资产的可持续增速也将受到负面影响

资产的可持续增速也将受到负面影响。根据我们的计算, 由于一级资本充足率要求的提高和风险加权资产的增长, 在不考虑融资的情况下, 总资产增速将由新规执行前的 22% 放缓至新规执行后的 12%。

图表 19. 可持续增长率和一级资本要求之间的敏感性分析

	资产收益率				
	0.70%	0.80%	0.90%	1.00%	1.10%
一级资本充足率 5%	15.0	17.1	19.3	21.4	23.6
一级资本充足率 6%	12.5	14.3	16.1	17.9	19.6
一级资本充足率 7%	10.7	12.2	13.8	15.3	16.8
一级资本充足率 8%	9.4	10.7	12.1	13.4	14.7
一级资本充足率 9%	8.3	9.5	10.7	11.9	13.1
一级资本充足率 10%	7.5	8.6	9.6	10.7	11.8

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

业务结构调整

在新协议框架下, 银行的个人贷款和中小企业贷款将比其他业务消耗更少的资本, 因此, 我们认为银行将加大力度发展个人业务, 并更加积极的推动中小企业贷款增长

在新协议框架下, 银行的个人贷款和中小企业贷款将比其他业务消耗更少的资本, 因此, 我们认为银行将加大力度发展个人业务, 并更加积极的推动中小企业贷款增长。中国银行业需要调整组织结构并建立有效的 IT 系统来反映“资本成本”的概念, 同时, 业务组合管理将更加重要。那些占用资本较少的银行业务由于资本成本较低, 在定价上将更具优势。

图表 20.零售业务及中小企业贷款的资本要求

	甲银行	乙银行
贷款构成 情景 1		
公司贷款	80	90
住宅按揭贷款	20	10
信贷风险资本要求	6.88	7.35
注：假设公司贷款违约概率 1.3%，违约损失率 45%；住宅按揭贷款违约概率 0.8%，违约损失率 35%		
贷款构成 情景 2		
中小企业贷款	10	5
其他公司贷款	90	95
信贷风险资本要求	7.66	7.74
注：假设所有公司贷款违约概率 1.3%，违约损失率 45%		
收入构成分析		
零售业务收入	20	10
商业银行业务收入	70	75
交易业务收入(银行间)	10	15
操作风险资本要求	14.70	15.15

资料来源：中银国际研究预测

紧缩政策对银行的影响

紧缩政策在不同的阶段对银行的影响不同。在初始阶段，银行的盈利将会因为信贷控制而下滑，但中期的盈利能力将因为净息差扩大以及信贷风险降低而提升。最后加息可能使泡沫破裂从而对资产质量构成威胁，资金成本的上升也会使净息差收窄，进而使银行业绩变差

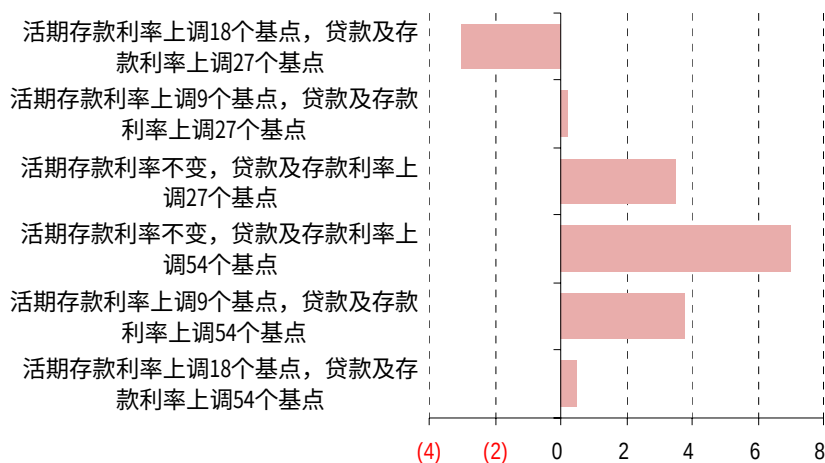
紧缩政策在不同的阶段对银行的影响不同。在初始阶段，银行的盈利将会因为信贷控制而下滑，但中期的盈利能力将因为净息差扩大以及信贷风险降低而提升。最后加息可能使泡沫破裂从而对资产质量构成威胁，资金成本的上升也会使净息差收窄，进而使银行业绩变差。

图表 21. 紧缩政策及其对银行的影响

	贷款增速	对盈利能力的影响	
		净息差	信贷成本
上调存款准备金率	略有负面影响，压力随存款准备金率上升而增加	整体影响负面，对银行间存在净敞口的银行将会受益	没有直接影响，间接负面影响
控制额度	严重负面影响	轻微利好	直接负面影响
加息	略有负面影响	对称加息则利好	直接负面影响
公开市场操作	略有负面影响	轻微利好	没有直接影响

资料来源：中银国际研究

图表 22. 加息对净息差的影响



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 23. 中国政府出台的紧缩政策及未来预期

09 年下半年后的政策微调		
时间	政策	内容
09 年上半年	央行在公开市场操作中 进行微调	政策方向不变，但央行从 4 月开始在 09 年 1 季度新增贷款创出天量的背景下减少了公开市场的流动性供应。之后央行在市场中保持了稳定的货币供应，使得商业银行的超额存款准备金率维持在 2% 左右
2009 年 7 月	央行在公开市场操作中 进行微调	央行于 7 月 2 日发行的 3 个月央行票据利率上升 6 个基点，7 月前三周上升 20 个基点。央行在 7 月的第二个周重新恢复发行一年期央行票据。
2009 年 8 月	环保政策	国务院出台监管政策以加强新项目的环保评估
2009 年 9 月	出台行业政策抑制产能过剩行业的扩张	上调市场准入门槛，限制贷款投资扩张以及钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅和风电设备等产能过剩行业的土地政策
2009 年 9 月	银行业监管	银监会要求加强资本充足率、贷款集中的风险管理以及商行的拨备覆盖率
2009 年 10 月	银行业监管	银监会对固定资产贷款、流动资本贷款和个人贷款发布试行条例，防止贷款滥用
2009 年 12 月	二套房税率政策	营业税免征期限由 2 年延长至 5 年
2009 年 12 月	土地市场政策	开发商拿地首付比例 50%，一年内付清
2009 年 12 月	放贷政策	央行在年度经济工作会议中开始执行区别化的信贷政策
2010 年 1 月	央行票据发行利率上行	央行将 3 个月央行票据招标利率上调 4 个基点，是去年 8 月以来的首次上调
2010 年 1 月	央行票据发行利率上行	央行将 1 年期央行票据收益率上调 8.29 个基点
2010 年 1 月	上调存款准备金率	央行将大型银行存款准备金率上调 0.5% 至 16%，其他银行上调 0.5% 至 14%
2010 年 2 月	上调存款准备金率	央行将大型银行存款准备金率上调 0.5% 至 16.5%，其他银行上调 0.5% 至 14.5%
2 季度和 3 季度	上调基准利率	
3 季度-4 季度	上调基准利率	
3 季度-4 季度	人民币升值 2%-3%	

资料来源：中国人民银行、银监会、中银国际研究

2010 年 1 季度业绩预测

我们仍然维持 2010 年 1 季度上市银行净利润环比和同比都将出现较快增长的观点不变

我们仍然维持 2010 年 1 季度上市银行净利润环比和同比都将出现较快增长的观点不变。

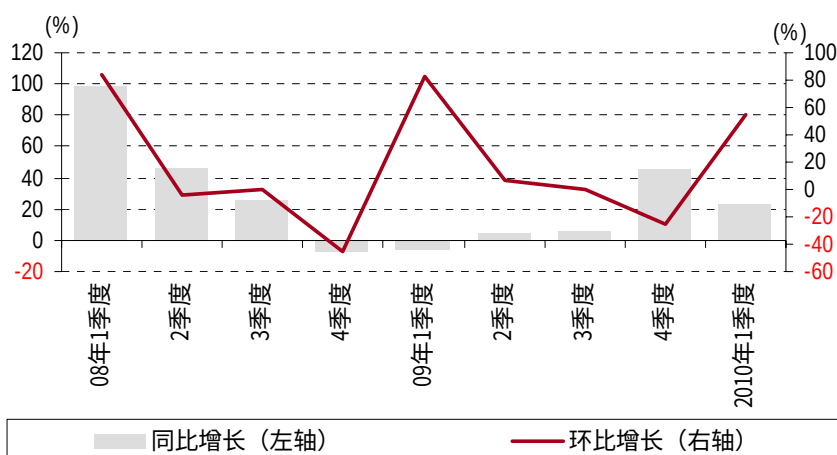
1 季度净息差将继续扩大，但速度会低于去年 3、4 季度，因为未来息差的扩大主要是受生息资产结构调整和高成本存款到期所推动。1 季度贷款增速存在一定的不确定性。如果监管部门严格控制贷款增速，新增贷款将会低于市场预期。但我们预测 1 季度的新增贷款仍将占到今年全年的 30-40%。在股市活跃和流动性收紧情况下，顾问和咨询费用增加，手续费收入仍将保持正增长态势。贷款增速放缓可能导致总拨备费用下降。整体上，由于去年首季数字较低，今年 1 季度净利润预计将实现 23% 的较高同比增速。

图表 24. 2010 年 1 季度业绩预测

(百万元)	2010 年 1 季度业绩预测	
	2010 年 1 季度	同比变动%
净利息收入	255,195	23.0
手续费和佣金净收入	45,667	3.4
其他收入	6,911	(33.1)
总营业收入	307,773	17.5
费用	(95,604)	21.5
拨备前	212,169	15.8
拨备费用	(21,396)	(20.5)
拨备计提后的利润	190,773	22.0
营业税	(19,171)	18.5
非营业收入	1,182	41.7
税前利润	172,784	22.6
所得税	(38,827)	20.7
净利润	133,956	23.1
少数股东权益	(1,270)	33.6
归属于股东的净利润	132,686	23.0
主要比率(%)		
净息差	2.32	
贷款增速	23.20	
非利息收入占比	17.08	
成本收入比	(31.06)	
不良贷款率	1.36	
拨备覆盖率	167.00	

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 25.上市银行季度净利润增长率



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

预计1季度净息差将由去年4季度的2.28%小幅上升至2.32%

从着眼于贷款增速到强调提高收益率

我们认为 2010 年所有银行都将力争提高净息差。1 季度净息差将继续扩大。但由于除长期存款外的其他资产负债的重新定价基本完成,净息差的扩大主要是受资产结构调整以及活期存款比重增加所推动。由于贷款议价能力的增加需要时间,且活期存款比重的增加幅度也较为有限,所以净息差上升的空间极为有限。预计 1 季度净息差将由去年 4 季度的 2.28%小幅上升至 2.32%。

正面因素可能包括:

1. 经济复苏推动实体经济的贷款需求；
2. 紧缩政策和银行策略的变化有助于提高贷款定价。银行将会尝试改变资产结构。流动性的进一步收紧可能会限制银行的贷款供给；贷款供需的失衡将有助于银行的定价能力的提升。定价低于基准利率的基建类和按揭贷款在 2010 年新增贷款中的比重将会下降,而贷款利率上浮的中小企业贷款和个人经营性和消费贷款比重将会上升；
3. 债券利率的上升有助于提高债券的收益率。

负面因素可能包括:

1. 资金成本上升以及存款不稳定性增加。去年 10 月银监会发布的针对固定资产和项目融资管理的新规，对银行尤其是股份制商业银行获得存款有负面影响。市场利率的上升也会使银行间市场和债市的融资成本上升。
2. 上调存款准备金率等进一步紧缩政策将降低贷款占比。

图表 26.净息差预测

(%)	08年 1季度	08年 2季度	08年 3季度	08年 4季度	09年 1季度	09年 2季度	09年 3季度	09年 4季度	10年 1季度
净息差	3.06	3.00	2.94	2.79	2.28	2.13	2.22	2.28	2.32
变动(环比)	(1.92)	(1.96)	(2.00)	(5.10)	(18.28)	(6.58)	4.23	2.88	1.44

资料来源：公司数据、中银国际研究

紧缩预期下的贷款投放

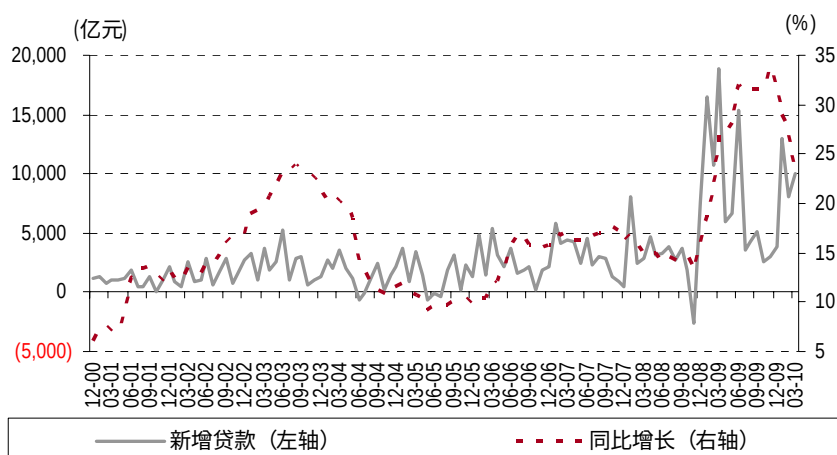
假设2010年新增贷款总额为7.5万亿元,我们预测1季度新增贷款为3万亿,较09年末增加7.5%

假设 2010 年新增贷款总额为 7.5 万亿元，我们预测 1 季度新增贷款为 3 万亿，较 09 年末增加 7.5%。对上市银行而言，1 季度新增贷款预计大约在 1.6 万亿，较 09 年末增加 6.92%。去年发放了 9.7 万亿新增贷款后，很明显今年的新增贷款增速将会放缓。我们预计全年新增贷款可能在 7.5 万亿，1 季度占比将达到约 40%。1 季度贷款大幅增加主要是因为：

1. 贷款需求可能相对旺盛。一方面，虽然新开工项目暂时停止，但是在建的基建项目贷款必须保持稳定。另一方面，中小企业对贷款的需求将随着经济复苏而变得非常强劲。另外去年年末受限的贷款需求在今年年初得到释放，而且对进一步收紧政策的担忧也会推动贷款需求。
2. 银行放贷意愿很强。通常而言银行为了尽早获得利息收入而选择尽量在年初放贷。部分融资计划已经完成的银行急切希望通过放贷来获得利润。

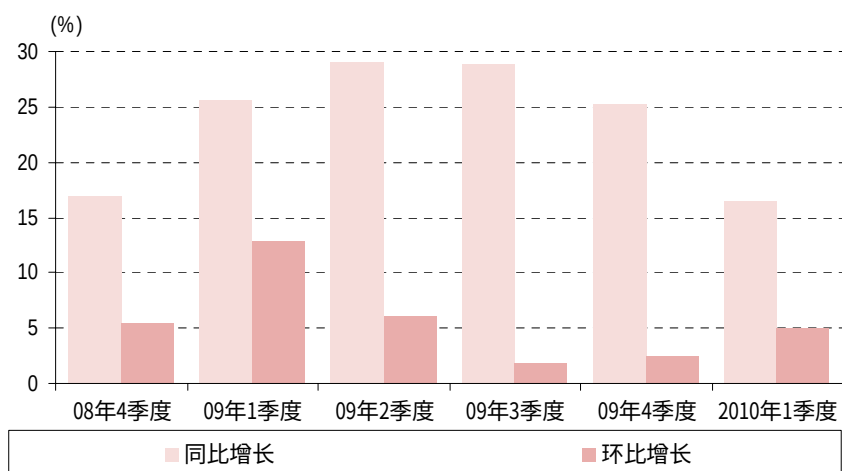
未来几个月中监管部门可能会更加严格地控制放贷。但我们认为 2010 年上半年的贷款增速将会高于下半年。紧缩政策将会日趋严厉。

图表 27.月度新增贷款及贷款同比增长率



资料来源：中国人民银行、中银国际研究

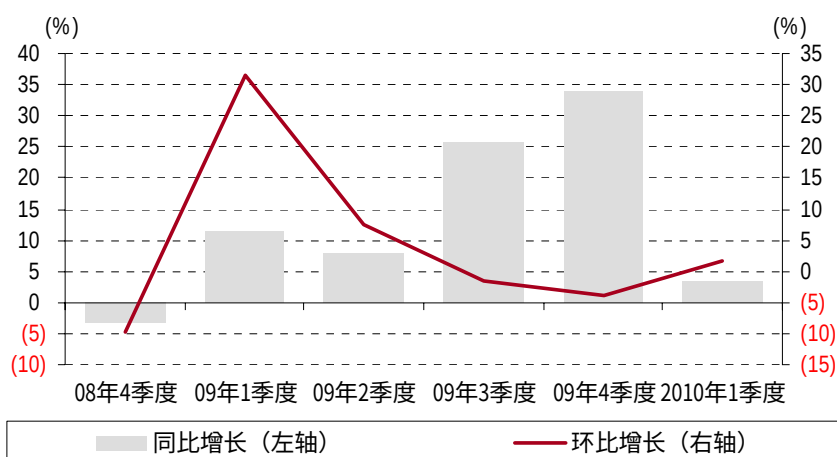
图表 28.上市银行生息资产季度同比及环比增长率



资料来源：公司数据、中银国际研究

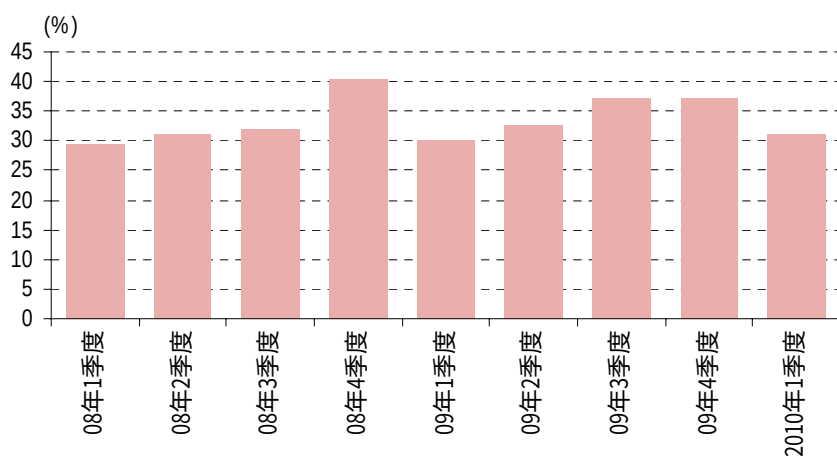
总体看我们预计1季度净手续费和佣金收入将同比增长3.4%

与股市相关的手续费收入预计会持续出现正增长。环比来看可能会因为基金销售下滑以及市场波动而下降。假设市场流动性被收紧，顾问咨询费用（占手续费总收入的约20%）可能会成为一个新的增长点。总体看我们预计1季度净手续费和佣金收入将同比增长3.4%。

图表 29.手续费收入增速


资料来源：公司数据、中银国际研究

一般而言，成本收入比在 1 季度中相对较低。随着利润率的提升，我们预计今年 1 季度的成本收入比可能只有 31%。

图表 30.成本收入比


资料来源：公司数据、中银国际研究

由于 09 年底所有上市银行的拨备覆盖率将达到 150%，2010 年初的不良贷款余额不太可能出现大幅上升，拨备费用主要是取决于新增贷款。由于新增贷款的绝对额度可能很大，我们预测今年 1 季度不良贷款率将由 09 年末的 1.41% 降至 1.36%。

图表 31.不良贷款率和变动

(%)	08 年 2 季度	3 季度	4 季度	09 年 1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	2010 年 1 季度
不良贷款率 (%)	2.15	2.10	2.04	1.75	1.53	1.42	1.41	1.36
环比变动%	-	(2.33)	(2.86)	(14.22)	(12.57)	(7.19)	(0.70)	(3.55)

资料来源：公司数据、中银国际研究

资产负债实力及资产久期

我们认为2010年和2011年的增长势头在更大程度上取决于银行的资本金和存款基础

我们认为2010年和2011年的增长势头在更大程度上取决于银行的资本金和存款基础。资本金以及核心存款较多的银行会比其他银行增长更快。而且久期较短的资产组合有助于银行在加息周期中获得更多的收入。

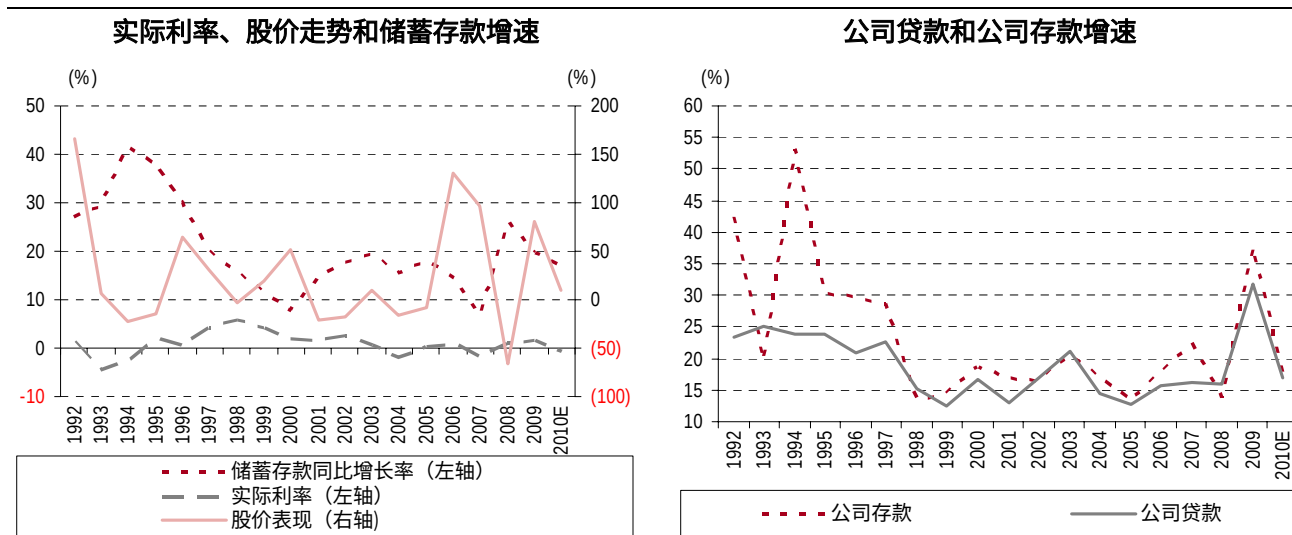
我们在上文中谈到了资本金,现在将会讨论存款基础和资产久期。

1. 存款基础

从存款基础看,工行、建行和招行是最佳选择。兴业银行和浦发银行在人民币存款基础方面相对较弱

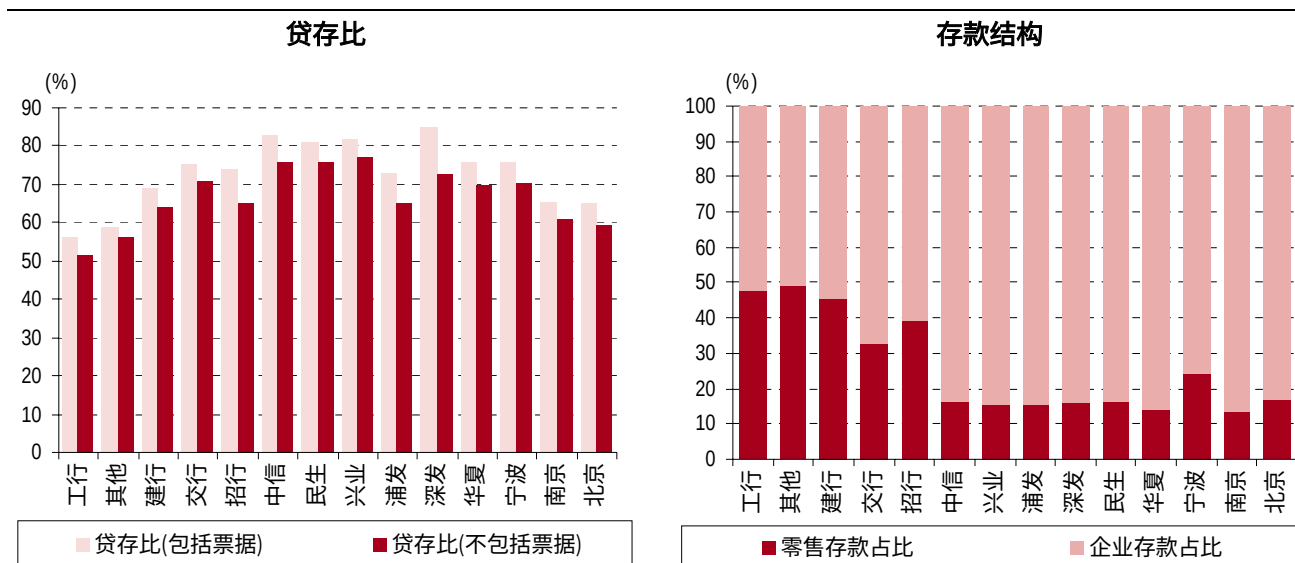
我们认为存款基础在2010年对银行更加重要,首先是因为储蓄存款增速将会随着负实际利率和股市相对较高的收益率而下降。与此同时,公司存款在严格执行贷款支付新规以及贷款增速下降的情况下而出现更加明显的下滑。在这种背景下贷存比较低、客户基础以及储蓄存款稳定的银行将拥有更大的增长潜力。从存款基础看,工行、建行和招行是最佳选择。兴业银行和浦发银行在人民币存款基础方面相对较弱。

图表 32. 存款成本和增速



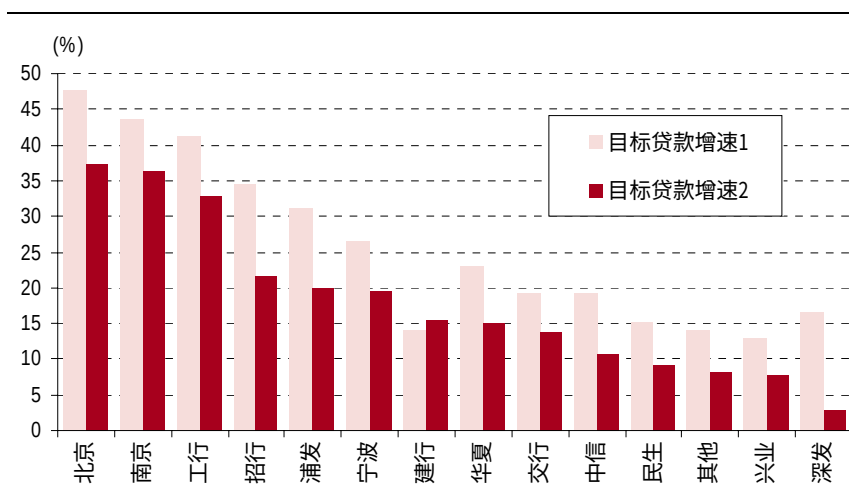
资料来源: 中国人民银行、万得资讯、国家统计局、中银国际研究预测

图表 33. 贷存比和存款结构



资料来源：中国人民银行、公司数据、中银国际研究预测

图表 34. 2010 年贷存比和贷款增长率



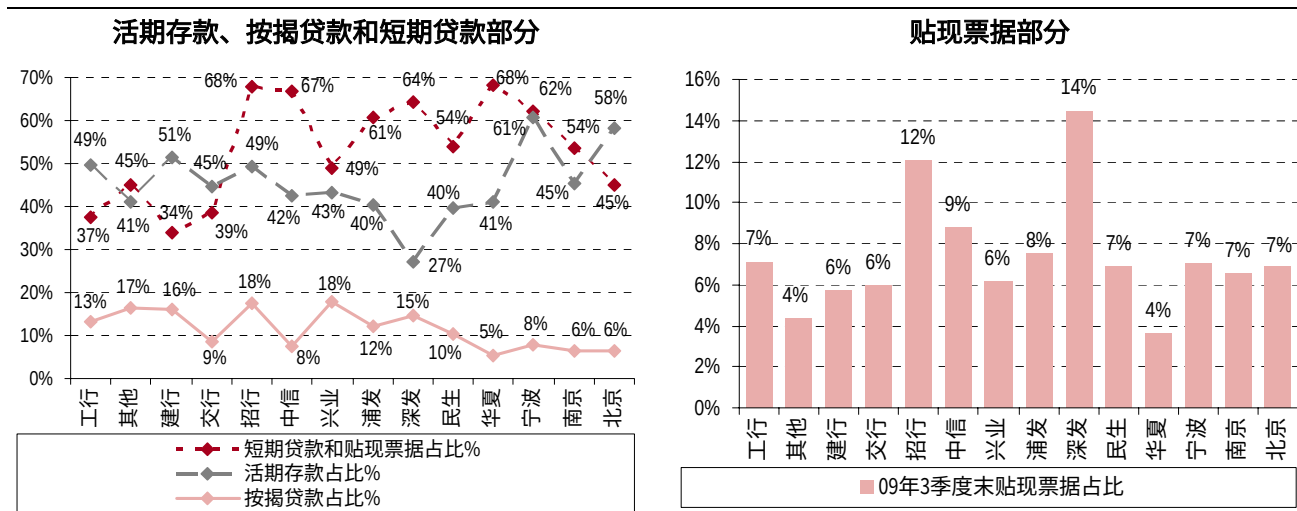
资料来源：公司数据、中银国际研究

加息的受益者和受害者

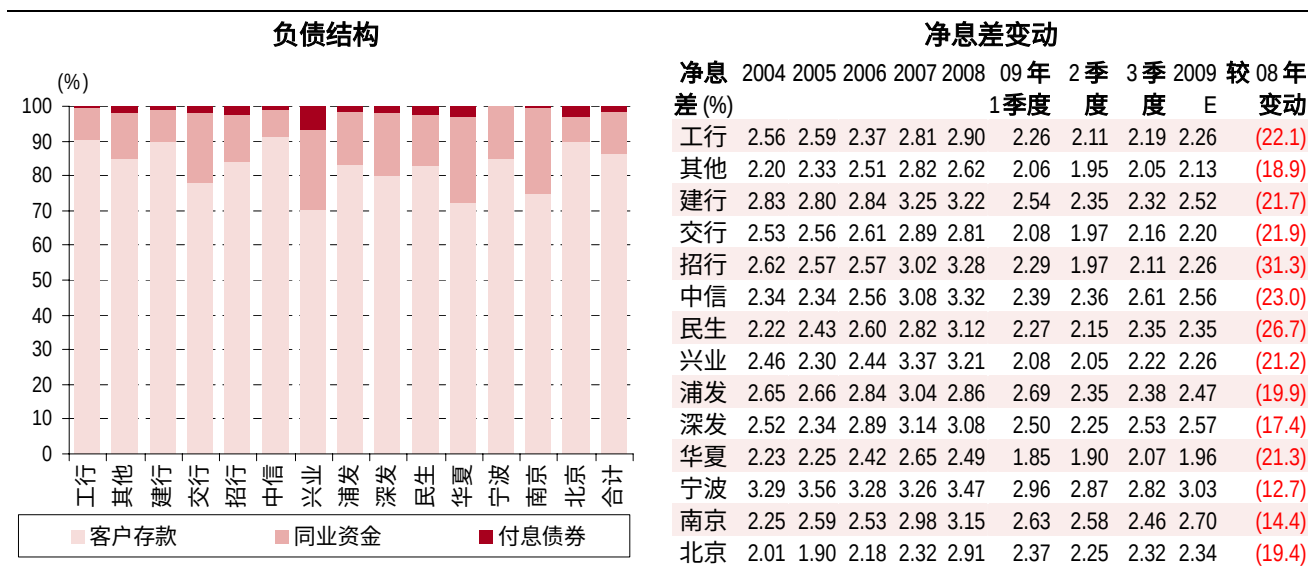
我们认为活期存款比重较高、存款基础较好、短期贷款比重较高以及债券久期较短的银行将会更加受益于升息和紧缩的货币政策。招行、中信银行和宁波银行对于加息最为敏感

我们认为活期存款比重较高、存款基础较好、短期贷款比重较高以及债券久期较短的银行将会更加受益于升息和紧缩的货币政策。招行、中信银行和宁波银行对于加息最为敏感。

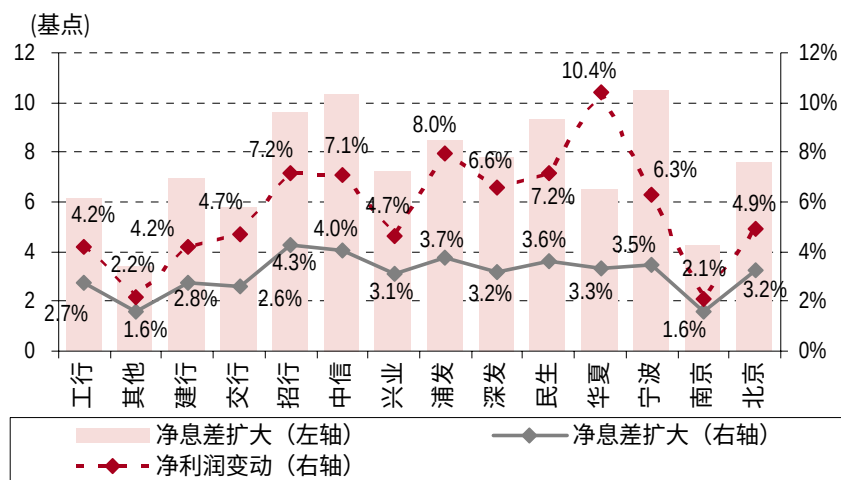
图表 35. 存款和贷款结构比较



图表 36. 负债结构和净息差变动



图表 37.加息对净息差和盈利的影响



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

2010年2月25日

买入
A

600036.SS – 人民币 14.70

目标价格: 人民币 17.93 (↓20.67)

买入
H

3968.HK – 港币 17.92

目标价格: 港币 22.00 (↑19.38)

袁琳*

+8610 6622 9070

Lin.yuan@bocigroup.com

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(14)	(7)	(17)	36
相对新华富时A50指数 (%)	(1)	(1)	(2)	8

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	19,119
流通股 (%)	82
流通股市值 (人民币 百万)	254,137
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,603
主要股东(%)	
招商局轮船股份公司	18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*孙鹏、尹颈桦为本报告重大贡献者

招商银行

未来业绩预期较好

由于 09 年经历了异常艰难的一年, 我们预计 2010 年招商银行业绩将有所回升。首先, 其净利息收入的增长幅度将大大超过其他银行, 同时, 我们预计, 2010 年净息差将由 09 年的 2.16% 扩大至 2.34%。第二, 随着消费复苏, 2010 年招行的手续费收入将保持较高增长。第三, 招行将受益于新巴塞尔协议的施行, 这主要是由于其成功的零售业务。最后一点, 由于招行的拨备覆盖率已达到了 250% 的较高水平, 因此我们认为管理层有可能调整拨备政策, 从而对 2010 年业绩形成支撑。总体来说, 我们预计招行 2010 年净利润将增长 12% 至 183 亿人民币。我们将 A、H 股目标价格分别调整为 17.93 元及 22.00 港币。

支撑评级的要点

- 随着市场利率上升, 招行的净息差扩大幅度将明显高于其他银行;
- 由于其独特的业务模式, 招行将受益于新巴塞尔协议的实施;
- 招行成熟的零售业务将为其提供稳定的存款基数;
- 信用卡业务将受益于消费增长。

评级面临的主要风险

- 宏观经济 (特别是出口领域) 复苏慢于预期;
- 资产质量加速恶化。

估值

- 目前, 招商银行 A 股和 H 股 2010 年预测市净率分别为 2.73 倍和 2.68 倍。我们维持对其 A 股和 H 股的买入评级, 目标价分别由 20.67 元下调至 17.93 元人民币以及由 19.38 元上调至 22.00 港币, 对应的 2010 年目标市净率为 3 倍。

投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净息收入 (人民币 百万)	33,902	46,885	37,867	49,967	60,830
净利润 (人民币 百万)	15,243	21,077	16,394	18,343	20,591
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.797	1.102	0.857	0.834	0.937
变动(%)	124.4	38.3	(22.2)	(2.7)	12.3
市盈率 (倍)	19.4	14.0	18.0	18.2	16.2
每股净资产值 (人民币 元)	4.6	5.4	5.1	6.2	7.0
市净率 (倍)	3.3	2.9	3.0	2.5	2.2
净资产收益率 (%)	24.8	28.6	18.6	15.9	14.5
每股股息 (人民币 元)	0.183	(0.400)	0.178	0.148	0.171
股息收益率 (%)	1.2	(2.6)	1.1	1.0	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(7)	2	(13)	101
相对恒生中国内地综合指数 (%)	(1)	4	(4)	46

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数 (百万)	19,119
流通股 (%)	18
流通股市值 (港币 百万)	62,820
3 个月日均交易额 (港币 百万)	449

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净息收入 (人民币 百万)	33,902	46,885	37,867	49,967	60,830
净利润 (人民币 百万元)	15,243	21,077	16,394	18,343	20,591
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.797	1.102	0.857	0.834	0.937
变动(%)	129.4	38.3	(22.2)	(2.7)	12.3
市盈率 (倍)	19.3	13.0	17.3	17.6	15.7
每股净资产值 (人民币 元)	4.6	5.4	5.1	6.2	7.0
市净率 (倍)	3.3	2.8	3.0	2.5	2.2
净资产收益率 (%)	24.8	28.6	18.6	15.9	14.5
每股股息 (人民币 元)	0.183	(0.400)	0.178	0.148	0.171
股息收益率 (%)	0.9	(2.0)	0.9	0.8	0.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万) — A 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	33,902	46,885	37,867	49,967	60,830
净手续费及佣金收入	6,439	7,744	9,121	11,263	12,753
其他非息收入	617	679	3,110	1,441	1,146
营业收入	40,958	55,308	50,097	62,671	74,729
营业费用	(14,354)	(20,446)	(21,769)	(24,593)	(28,673)
拨备前经营利润	26,604	34,862	28,327	38,077	46,056
贷款损失准备	(3,305)	(3,703)	(3,915)	(10,079)	(14,128)
其他风险准备	0	(1,451)	(657)	(663)	(668)
营业利润	23,299	29,708	23,755	27,336	31,260
非经常性项目	128	347	382	48	48
来自联营公司的利润	0	0	100	120	120
税前利润	23,427	30,055	24,237	27,504	31,428
营业税	(2,384)	(3,296)	(3,139)	(4,035)	(5,215)
所得税	(5,800)	(5,813)	(4,566)	(4,981)	(5,470)
税后利润	15,243	20,946	16,532	18,487	20,742
少数股东损益	0	131	(138)	(144)	(152)
净利润	15,243	21,077	16,394	18,343	20,591
+/-%	124	38	(22)	12	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万) — A 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	6,381	6,928	7,621	8,383	9,221
银行间贷款	385,830	361,139	359,834	428,602	459,016
短期投资	3,538	2,287	2,252	2,217	2,182
总客户贷款	673,167	874,362	1,199,627	1,443,465	1,672,285
减: 拨备	(18,750)	(21,608)	(24,421)	(33,050)	(45,406)
长期投资	240,539	307,532	383,561	448,050	528,648
于联营公司权益	271	1,029	1,338	1,471	1,619
净固定资产	7,707	11,676	11,614	11,366	10,932
其他资产	11,869	16,473	16,741	17,008	17,274
总资产	1,310,552	1,571,797	1,970,146	2,339,491	2,667,750
负债及权益					
客户保证金	943,534	1,250,648	1,601,366	1,901,479	2,174,264
存放同业	265,123	165,916	185,309	211,920	243,896
其他借款	14,600	40,278	43,546	43,546	43,546
总借款	1,223,257	1,456,842	1,830,221	2,156,945	2,461,706
其他负债	19,311	35,174	42,591	47,971	54,498
总负债	1,242,568	1,492,016	1,872,812	2,204,916	2,516,204
普通股股本 (面值)	14,705	14,707	19,119	21,987	21,987
储备 (包括股本溢价)	41,186	39,089	43,362	69,224	76,348
留存盈利	12,093	25,719	34,449	42,816	52,512
总股东权益	67,984	79,515	96,930	134,027	150,847
少数股东权益	0	266	404	548	700
已运用资本	67,984	79,781	97,333	134,575	151,546
总负债及权益	1,310,552	1,571,797	1,970,146	2,339,491	2,667,750

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万) — A 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	15,243	20,946	16,394	18,343	20,591
非现金项目	(2,328)	8,258	5,428	11,468	15,417
其他变动	0	0	0	0	0
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	56,399	3,383	53,569	19,497	52,053
经营产生的现金流	69,314	32,587	75,392	49,308	88,061
投资及融资回报	(1,712)	(4,206)	(3,395)	(3,254)	(3,771)
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	67,602	28,381	71,997	46,055	84,290
投资	(65,198)	(51,263)	(78,675)	(67,159)	(83,305)
自由现金流	2,404	(22,882)	(6,679)	(21,104)	985
收购	(191)	0	(309)	(134)	(147)
投资者可用现金	2,213	(22,882)	(6,987)	(21,238)	838
融资活动产生的净现金	(454)	23,429	7,680	22,000	0
现金增/(减)	1,759	547	693	762	838

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — A 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	4.6	5.1	3.6	3.7	4.0
资金成本	1.7	1.9	1.5	1.5	1.7
利差	2.9	3.2	2.1	2.2	2.3
净息差	3.0	3.3	2.2	2.3	2.4
其他收入总收入	17.2	15.2	24.4	20.3	18.6
成本收入比	35.0	37.0	43.5	39.2	38.4
有效税率	34.9	30.3	31.8	32.8	34.0
增长					
贷款增长率	19.0	29.9	37.2	20.3	15.9
存款增长率	21.9	32.5	28.0	18.7	14.3
资产增长率	40.3	19.9	25.3	18.7	14.0
可持续增长率	60.7	88.1	34.8	31.7	29.3
流动性					
贷存比	71.3	69.9	74.9	75.9	76.9
贷款/付息资金	55.0	60.0	65.5	66.9	67.9
贷款/总资产	51.4	55.6	60.9	61.7	62.7
核心负债/总负债	56.2	66.6	67.9	68.0	67.4
超额准备金率	3.9	3.7	4.0	4.0	4.0
资产质量					
不良贷款	1.5	1.1	0.8	1.0	1.4
一般拨备率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
专项准备覆盖率	103.8	116.9	103.9	103.9	110.0
总拨备覆盖率	180.4	223.3	250.7	218.7	199.5
资本充足率					
权益资产比率	5.2	5.1	4.9	5.7	5.7
盈余资本	2.4	3.5	2.3	3.4	2.9
总资本充足率	10.4	11.5	10.3	11.4	10.9
一级资本充足率	8.7	6.6	6.7	7.8	7.6
回报率					
资产收益率	1.4	1.5	0.9	0.9	0.8
净资产收益率	24.8	28.6	18.6	15.9	14.5
已运用资本收益率	24.8	28.5	18.5	15.8	14.4
结构性已运用资本收益率	29.8	32.1	19.6	17.8	16.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万) — H 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	33,902	46,885	37,867	49,967	60,830
净手续费及佣金收入	6,439	7,744	9,121	11,263	12,753
其他非息收入	745	1,026	3,492	1,489	1,194
营业收入	41,086	55,655	50,479	62,719	74,777
营业费用	(14,354)	(20,446)	(21,769)	(24,593)	(28,673)
拨备前经营利润	26,732	35,209	28,709	38,125	46,104
贷款损失准备	(3,305)	(3,703)	(3,915)	(10,079)	(14,128)
其他风险准备	0	(1,451)	(657)	(663)	(668)
营业利润	23,427	30,055	24,137	27,384	31,308
非经常性项目	0	0	100	120	120
来自联营公司的利润	0	0	0	0	0
税前利润	23,427	30,055	24,237	27,504	31,428
营业税	(2,384)	(3,296)	(3,139)	(4,035)	(5,215)
所得税	(5,800)	(5,813)	(4,566)	(4,981)	(5,470)
税后利润	15,243	20,946	16,532	18,487	20,742
少数股东损益	0	131	(138)	(144)	(152)
净利润	15,243	21,077	16,394	18,343	20,591
+/-%	129	38	(22)	12	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万) — H 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	6,381	6,928	7,621	8,383	9,221
银行间贷款	385,830	361,139	359,834	428,602	459,016
短期投资	3,538	2,287	2,252	2,217	2,182
总客户贷款	673,167	874,362	1,199,627	1,443,465	1,672,285
减: 拨备	(18,750)	(21,608)	(24,421)	(33,050)	(45,406)
长期投资	240,539	307,532	383,561	448,050	528,648
于联营公司权益	271	1,029	1,338	1,471	1,619
净固定资产	7,707	11,676	11,614	11,366	10,932
其他资产	11,869	16,473	16,741	17,008	17,274
总资产	1,310,552	1,571,797	1,970,146	2,339,491	2,667,750
负债及权益					
客户保证金	943,534	1,250,648	1,601,366	1,901,479	2,174,264
存放同业	265,123	165,916	185,309	211,920	243,896
其他借款	14,600	40,278	43,546	43,546	43,546
总借款	1,223,257	1,456,842	1,830,221	2,156,945	2,461,706
其他负债	19,311	35,174	42,591	47,971	54,498
总负债	1,242,568	1,492,016	1,872,812	2,204,916	2,516,204
普通股股本 (面值)	14,705	14,707	19,119	21,987	21,987
储备 (包括股本溢价)	41,186	39,089	43,362	69,224	76,348
留存盈利	12,093	25,719	34,449	42,816	52,512
总股东权益	67,984	79,515	96,930	134,027	150,847
少数股东权益	0	266	404	548	700
已运用资本	67,984	79,781	97,333	134,575	151,546
总负债及权益	1,310,552	1,571,797	1,970,146	2,339,491	2,667,750

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万) — H 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	15,243	20,946	16,394	18,343	20,591
非现金项目	(2,328)	8,258	5,428	11,468	15,417
其他变动	0	0	0	0	0
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	56,399	3,383	53,569	19,497	52,053
经营产生的现金流	69,314	32,587	75,392	49,308	88,061
投资及融资回报	(1,712)	(4,206)	(3,395)	(3,254)	(3,771)
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	67,602	28,381	71,997	46,055	84,290
投资	(65,198)	(51,263)	(78,675)	(67,159)	(83,305)
自由现金流	2,404	(22,882)	(6,679)	(21,104)	985
收购	(191)	0	(309)	(134)	(147)
投资者可用现金	2,213	(22,882)	(6,987)	(21,238)	838
融资活动产生的净现金	(454)	23,429	7,680	22,000	0
现金增(减)	1,759	547	693	762	838

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — H 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	4.6	5.1	3.6	3.7	4.0
资金成本	1.7	1.9	1.5	1.5	1.7
利差	2.9	3.2	2.1	2.2	2.3
净息差	3.0	3.3	2.2	2.3	2.4
其他收入总收入	17.5	15.8	25.0	20.3	18.7
成本收入比	34.9	36.7	43.1	39.2	38.3
有效税率	34.9	30.3	31.8	32.8	34.0
增长					
贷款增长率	19.0	29.9	37.2	20.3	15.9
存款增长率	21.9	32.5	28.0	18.7	14.3
资产增长率	40.3	19.9	25.3	18.7	14.0
可持续增长率	60.7	88.1	34.8	31.7	29.3
流动性					
贷存比	71.3	69.9	74.9	75.9	76.9
贷款/付息资金	55.0	60.0	65.5	66.9	67.9
贷款/总资产	51.4	55.6	60.9	61.7	62.7
核心负债/总负债	56.2	66.6	67.9	68.0	67.4
超额准备金率	3.9	3.7	4.0	4.0	4.0
资产质量					
不良贷款	1.5	1.1	0.8	1.0	1.4
一般拨备率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
专项准备覆盖率	103.8	116.9	103.9	103.9	110.0
总拨备覆盖率	180.4	223.3	250.7	218.7	199.5
信用风险成本	(0.49)	(0.42)	(0.33)	(0.70)	(0.84)
关注类贷款比例	2.13	1.64	5.00	6.00	6.00
资本充足率					
权益资产比率	5.2	5.1	4.9	5.7	5.7
盈余资本	2.4	3.5	2.3	3.4	2.9
总资本充足率	10.4	11.5	10.3	11.4	10.9
一级资本充足率	8.7	6.6	6.7	7.8	7.6
回报率					
资产收益率	1.4	1.5	0.9	0.9	0.8
净资产收益率	24.8	28.6	18.6	15.9	14.5
已运用资本收益率	24.8	28.5	18.5	15.8	14.4
结构性已运用资本收益率	29.8	32.1	19.6	17.8	16.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010年2月25日

A
持有

601328.SS – 人民币 8.05

目标价格: 人民币 8.45

H
卖出(↓持有)

3328.HK – 港币 7.99

目标价格: 港币 7.04

袁琳*

+8610 6622 9070

Lin.yuan@bocigroup.com

股价相对指数表现 (A 股)


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(14)	(12)	(12)	41
相对新华富时A50指数(%)	(1)	(6)	2	13

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	48,994
流通股 (%)	60
流通股市值 (人民币 百万)	235,458
3个月日均交易额 (人民币 百万)	720
主要股东(%)	
财政部	26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*孙鹏、尹颈桦为本报告重大贡献者

交通银行

增长受限, 敏感性低

考虑到增长潜力有限及对加息敏感度较低, 我们将交通银行 H 股评级从持有下调至卖出。同时, 由于该行被要求将覆盖率提高到 150% 以上, 我们认为其 2009 年全年业绩令人失望。此外, 净资产收益率也会受到配股融资 420 亿人民币的负面影响。我们将 H 股评级下调至卖出。

支撑评级的要点

- 对加息敏感度较低, 其增长空间有限;
- 09 年业绩面临将覆盖率提高到 150% 以上的压力;
- 如果算进表外资产, 杠杆率较高;
- 配股融资 420 亿人民币之后, 净资产收益率将被摊薄。

评级面临的主要风险

- 净息差恢复快于预期。

估值

- 我们预计 2009-11 年交通银行的每股收益分别为 0.55 人民币、0.52 人民币和 0.50 人民币, 每股账面价值分别为 3.40 人民币、4.03 人民币和 4.35 人民币。我们认为该股的估值水平将受到增长空间有限和配股后净资产收益率被摊薄的负面影响。基于 1.6 倍 2010 年预期市净率, 我们将 H 股目标价格定为 7.04 港币; 根据 2.1 倍市净率, 将 A 股目标价格定为 8.45 人民币。将 H 股评级从持有下调至卖出。

投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净息收入 (人民币 百万)	53,742	65,636	65,757	84,087	101,892
净利润 (人民币 百万)	20,513	28,423	27,305	29,525	28,349
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.428	0.580	0.557	0.524	0.503
变动(%)	54.7	35.6	(3.9)	(6.0)	(4.0)
原先预测摊薄每股收益 (人民币 元)	-	-	0.556	0.602	0.700
变动幅度(%)	-	-	(0.6)	(13.7)	(28.6)
市盈率 (倍)	18.8	13.9	14.4	15.4	16.0
每股净资产值 (人民币 元)	2.6	3.0	3.3	4.0	4.3
市净率 (倍)	3.1	2.7	2.4	2.0	1.9
净资产收益率 (%)	18.9	20.8	17.7	15.3	12.2
每股股息 (人民币 元)	0.146	0.200	0.209	0.197	0.000
股息收益率 (%)	1.8	2.5	2.6	2.4	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(11)	(5)	(18)	61
相对恒生中国内地综合指数 (%)	(5)	(3)	(10)	5

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数 (百万)	48,994
流通股 (%)	100
流通股市值 (港币 百万)	391,462
3 个月日均交易额 (港币 百万)	405

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净息收入 (人民币 百万)	54,144	65,862	65,757	84,087	101,892
净利润 (人民币 百万)	20,274	28,393	27,050	29,270	28,094
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.423	0.580	0.552	0.520	0.499
变动(%)	57.9	37.1	(4.7)	(5.9)	(4.0)
原先预测摊薄每股收益 (人民币 元)	-	-	0.556	0.602	0.700
变动幅度(%)	-	-	(0.6)	(13.7)	(28.8)
市盈率 (倍)	16.6	12.1	12.7	13.5	14.1
每股净资产值 (人民币 元)	2.7	3.1	3.4	4.0	4.3
市净率 (倍)	2.6	2.3	2.1	1.7	1.6
净资产收益率 (%)	18.2	20.1	17.1	14.9	11.9
每股股息 (人民币 元)	0.146	0.200	0.209	0.197	0.189
股息收益率 (%)	2.1	2.8	3.0	2.8	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万) — A 股

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	53,742	65,636	65,757	84,087	101,892
净手续费及佣金收入	7,188	8,837	11,336	13,603	15,643
其他非息收入	1,392	2,187	2,006	1,570	1,801
营业收入	62,322	76,660	79,099	99,259	119,337
营业费用	(20,214)	(24,028)	(25,883)	(32,910)	(40,425)
拨备前经营利润	42,108	52,632	53,216	66,350	78,911
贷款损失准备	(7,458)	(11,835)	(13,550)	(22,435)	(35,056)
其他风险准备	0	0	0	0	0
营业利润	34,650	40,797	39,666	43,915	43,855
非经常性项目	76	(56)	0	5	5
来自联营公司的利润	0	0	0	0	0
税前利润	34,726	40,741	39,666	43,920	43,860
营业税	(3,688)	(4,923)	(4,736)	(5,777)	(7,297)
所得税	(10,397)	(7,298)	(7,421)	(8,309)	(7,846)
税后利润	20,641	28,520	27,510	29,833	28,717
少数股东损益	(128)	(97)	(205)	(307)	(369)
净利润	20,513	28,423	27,305	29,525	28,349
+/-%	62	39	(4)	8	(4)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万) — A 股

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	259,698	362,180	11,854	12,210	12,576
银行间贷款	157,274	331,511	829,755	1,106,692	1,307,253
短期投资	2,337	4,656	26,936	26,936	26,936
总客户贷款	1,104,460	1,328,590	1,852,491	2,203,200	2,484,580
减：拨备	(21,702)	(29,814)	(38,466)	(56,061)	(86,385)
长期投资	489,940	622,648	702,569	802,569	919,619
于联营公司权益	0	0	0	0	0
净固定资产	21,513	22,853	31,813	31,883	31,625
其他资产	90,106	35,631	29,099	32,203	36,060
总资产	2,103,626	2,678,255	3,446,050	4,159,632	4,732,263
负债及权益					
客户存款	1,555,809	1,865,815	2,480,059	2,989,760	3,373,151
存放同业其他贷款	330,352	569,453	683,344	820,012	984,015
其他借款	37,000	40,000	53,000	53,000	53,000
总借款	1,923,161	2,475,268	3,216,403	3,862,772	4,410,166
其他负债	51,668	57,345	66,504	72,691	79,558
总负债	1,974,829	2,532,613	3,282,906	3,935,463	4,489,724
普通股股本(面值)	48,994	48,994	48,994	48,994	48,994
储备(包括股本溢价)	45,959	47,147	81,994	122,560	128,253
留存盈利	33,426	49,068	31,579	51,823	64,243
总股东权益	128,379	145,209	162,567	223,377	241,490
少数股东权益	418	433	576	791	1,049
已运用资本	128,797	145,642	163,144	224,169	242,540
总负债及权益	2,103,626	2,678,255	3,446,050	4,159,632	4,732,263

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万) — A 股

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	31,114	35,719	34,676	37,887	36,308
非现金项目	9,084	3,180	13,973	23,370	36,739
其他变动	0	2,151	300	400	100
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	94,082	33,803	62,203	20,698	67,190
经营产生的现金流	134,279	74,853	111,152	82,355	140,337
投资及融资回报	(577)	(1,666)	(1,930)	(2,120)	(2,173)
支付税金	(9,662)	199	(6,679)	(7,487)	(7,075)
总现金流	124,040	73,386	102,543	72,748	131,089
投资	(164,141)	(66,179)	(104,978)	(103,300)	(120,050)
自由现金流	(40,101)	7,207	(2,434)	(30,553)	11,040
收购	0	0	0	0	0
投资者可用现金	(40,101)	7,207	(2,434)	(30,553)	11,040
融资活动产生的净现金	44,439	(10,451)	2,779	30,908	(10,673)
现金增/(减)	4,338	(3,244)	345	356	366

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — A 股

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	5.7	5.8	4.0	3.8	4.1
资金成本	2.1	2.3	1.6	1.7	1.9
利差	3.7	3.5	2.3	2.1	2.2
净息差	3.4	3.3	2.3	2.2	2.3
其他收入总收入	13.8	14.4	16.9	15.3	14.6
成本收入比	32.4	31.3	32.7	33.2	33.9
有效税率	40.6	30.0	30.6	32.1	34.5
增长					
贷款增长率	19.2	20.3	39.4	18.9	12.8
存款增长率	10.1	19.9	32.9	20.6	12.8
资产增长率	22.6	27.3	28.7	20.7	13.8
可持续增长率	72.9	88.4	70.6	58.3	33.7
流动性					
贷存比	71.0	71.2	74.7	73.7	73.7
贷款/付息资金	57.4	53.7	57.6	57.0	56.3
贷款/总资产	52.5	49.6	53.8	53.0	52.5
核心负债/总负债	57.9	58.9	60.3	60.3	59.6
超额准备金率	3.0	5.3	2.5	2.5	2.5
资产质量					
不良贷款	2.1	1.9	1.4	1.9	3.0
一般拨备率	0.7	1.0	1.1	1.1	1.1
专项准备覆盖率	62.0	63.9	71.3	76.0	79.3
总拨备覆盖率	95.8	117.1	151.7	133.8	115.9
信用风险成本	(0.58)	(0.81)	(0.72)	(1.00)	(1.41)
关注类贷款比例	5.08	4.08	9.00	10.00	8.00
资本充足率					
权益资产比率	6.1	5.4	4.7	5.4	5.1
盈余资本	6.6	5.5	4.6	5.1	4.3
总资本充足率	14.6	13.5	12.6	13.1	12.3
一级资本充足率	10.3	9.6	8.2	9.4	8.9
回报率					
资产收益率	1.1	1.2	0.9	0.8	0.6
净资产收益率	18.9	20.8	17.7	15.3	12.2
已运用资本收益率	18.9	20.7	17.7	15.2	12.1
结构性已运用资本收益率	24.3	28.0	22.1	19.4	15.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万) — H 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	54,144	65,862	65,757	84,087	101,892
净手续费及佣金收入	7,095	8,837	11,336	13,603	15,643
其他非息收入	1,550	2,577	2,006	1,570	1,801
营业收入	62,789	77,276	79,099	99,259	119,337
营业费用	(21,607)	(25,944)	(26,138)	(33,165)	(40,680)
拨备前经营利润	41,182	51,332	52,961	66,095	78,656
贷款损失准备	(6,380)	(10,745)	(13,350)	(22,135)	(35,056)
其他风险准备	0	55	(200)	(300)	0
营业利润	34,802	40,642	39,411	43,660	43,600
非经常性项目	0	0	0	1	1
来自联营公司的利润	0	0	0	4	4
税前利润	34,802	40,642	39,411	43,665	43,605
营业税	(3,688)	(4,923)	(4,736)	(5,777)	(7,297)
所得税	(10,712)	(7,229)	(7,421)	(8,309)	(7,846)
税后利润	20,402	28,490	27,255	29,578	28,462
少数股东损益	(128)	(97)	(205)	(307)	(369)
净利润	20,274	28,393	27,050	29,270	28,094
+/-%	65	40	(5)	8	(4)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万) — H 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	14,753	11,509	11,854	12,210	12,576
银行间贷款	402,790	682,182	829,755	1,106,692	1,307,253
短期投资	2,337	26,936	26,936	26,936	26,936
总客户贷款	1,107,500	1,328,590	1,852,491	2,203,200	2,484,580
减: 拨备	(21,776)	(29,814)	(38,466)	(56,061)	(86,385)
长期投资	563,204	600,791	702,569	802,569	919,619
于联营公司权益	0	0	0	0	0
净固定资产	32,199	35,279	35,443	35,279	34,787
其他资产	9,437	27,474	29,837	32,851	36,618
总资产	2,110,444	2,682,947	3,450,418	4,163,676	4,735,983
负债及权益					
客户保证金	1,541,486	1,865,815	2,480,059	2,989,760	3,373,151
存放同业	332,556	569,453	683,344	820,012	984,015
其他借款	38,207	40,000	53,000	53,000	53,000
总借款	1,912,249	2,475,268	3,216,403	3,862,772	4,410,166
其他负债	64,874	57,584	66,743	72,930	79,797
总负债	1,977,123	2,532,852	3,283,145	3,935,702	4,489,963
普通股股本 (面值)	48,994	48,994	48,994	56,343	56,343
储备 (包括股本溢价)	63,522	76,543	81,994	122,560	128,253
留存盈利	20,387	24,125	35,708	48,279	60,375
总股东权益	132,903	149,662	166,696	227,182	244,971
少数股东权益	418	433	576	791	1,049
已运用资本	133,321	150,095	167,273	227,974	246,021
总负债及权益	2,110,444	2,682,947	3,450,418	4,163,676	4,735,983

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万) — H 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	31,114	35,719	34,676	37,887	36,308
非现金项目	9,084	3,180	13,973	23,370	36,739
其他变动	0	2,151	300	400	100
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	94,082	33,803	62,203	20,698	67,190
经营产生的现金流	134,279	74,853	111,152	82,355	140,337
投资及融资回报	(577)	(1,666)	(1,930)	(2,120)	(2,173)
支付税金	(9,662)	199	(6,679)	(7,487)	(7,075)
总现金流	124,040	73,386	102,543	72,748	131,089
投资	(164,141)	(66,179)	(104,978)	(103,300)	(120,050)
自由现金流	(40,101)	7,207	(2,434)	(30,553)	11,040
收购	0	0	0	0	0
投资者可用现金	(40,101)	7,207	(2,434)	(30,553)	11,040
融资活动产生的净现金	44,439	(10,451)	2,779	30,908	(10,673)
现金增(减)	4,338	(3,244)	345	356	366

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — H 股

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	4.8	5.0	3.7	3.8	4.1
资金成本	2.1	2.3	1.6	1.7	1.9
利差	2.7	2.7	2.1	2.1	2.2
净息差	2.9	2.8	2.2	2.2	2.3
其他收入总收入	13.8	14.8	16.9	15.3	14.6
成本收入比	34.4	33.6	33.0	33.4	34.1
有效税率	41.4	29.9	30.8	32.3	34.7
增长					
贷款增长率	19.4	20.0	39.4	18.9	12.8
存款增长率	9.2	21.0	32.9	20.6	12.8
资产增长率	22.7	27.1	28.6	20.7	13.7
可持续增长率	34.7	42.9	31.7	26.1	20.7
流动性					
贷存比	71.8	71.2	74.7	73.7	73.7
贷款/付息资金	57.9	53.7	57.6	57.0	56.3
贷款/总资产	52.5	49.5	53.7	52.9	52.5
核心负债/总负债	57.9	58.9	60.3	60.3	59.6
超额准备金率	3.0	5.3	2.5	2.5	2.5
资产质量					
不良贷款	2.1	1.9	1.4	1.9	3.0
一般拨备率	0.7	1.0	1.1	1.1	1.1
专项准备覆盖率	62.0	63.9	71.3	76.0	79.3
总拨备覆盖率	95.8	117.1	151.7	133.8	115.9
信用风险成本	(0.58)	(0.81)	(0.72)	(1.00)	(1.41)
关注类贷款比例	5.08	4.08	9.00	10.00	8.00
资本充足率					
权益资产比率	6.3	5.6	4.8	5.5	5.2
盈余资本	6.6	5.5	4.6	5.1	4.3
总资本充足率	14.6	13.5	12.6	13.1	12.3
一级资本充足率	10.3	9.6	8.2	9.4	8.9
回报率					
资产收益率	1.1	1.2	0.9	0.8	0.6
净资产收益率	18.2	20.1	17.1	14.9	11.9
已运用资本收益率	18.1	20.0	17.0	14.8	11.9
结构性已运用资本收益率	24.1	28.0	21.9	19.2	15.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010年2月25日

北京银行

平稳增长

A
持有 (买入)

601169.SS – 人民币 15.34

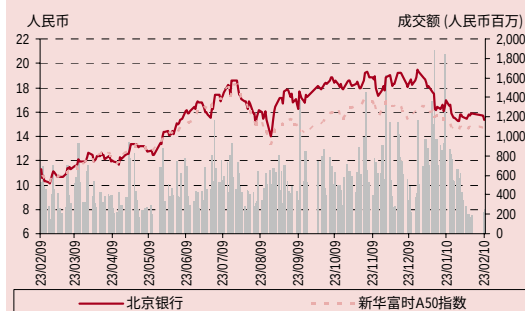
目标价格: 人民币 16.03 (↓16.50)

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(21)	(10)	(18)	36
相对新华富时A50指数 (%)	(8)	(4)	(4)	8

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	6,228
流通股 (%)	19
流通股市值 (人民币 百万)	18,871
3个月日均交易额 (人民币 百万)	682
主要股东 (%)	
ING Bank N.V.	16

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*孙鹏、尹劲桦为本报告的重要贡献者

在去年的艰难时期, 北京银行的增速可能较之前有所放缓, 但公司将拨备覆盖率提高到了 200%以上, 这将增厚其未来的风险缓冲。在所有上市银行中, 北京银行的资本充足率是最高的, 这使其具有强大的扩张能力。此外, 北京银行的贷存比也低于其他中小银行。再加上政府的持续扶持, 我们认为北京银行将拥有相对更加稳定的存款基础。但是, 考虑到目前股价已接近我们的目标价, 因此我们将评级由买入下调至**持有**, 目标价格下调至 16.03 元。

支撑评级的要点

- 在上市银行中资本基础最为雄厚;
- 在中小银行中, 存款基础相对稳定;
- 拨备覆盖率达 200%以上, 未来较为安全。

评级面临的主要风险

- 贷款增长过快;
- 资产质量恶化。

估值

- 我们预计未来两年净利润增速分别为 13.4%和 7.4%, 2010 年和 2011 年每股收益分别为 1.0 元和 1.1 元。我们的目标价由 16.50 元下调至 16.03 元人民币。考虑到目前股价已接近目标价, 因此我们将北京银行的评级由买入下调至**持有**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入(人民币百万)	7,200	11,089	11,218	14,779	18,114
净利润(人民币百万)	3,348	5,417	5,502	6,238	6,702
全面摊薄每股收益(人民币)	0.628	0.870	0.883	1.002	1.076
变动(%)	47.6	38.4	1.6	13.4	7.4
全面摊薄市盈率(倍)	25.0	18.1	17.8	15.7	14.6
每股账面价值(人民币)	4.3	5.4	6.1	6.9	7.8
价格/每股账面价值(倍)	3.7	2.9	2.6	2.3	2.0
净资产收益率(%)	18.3	17.9	15.3	15.3	14.6
每股股息(人民币)	0.049	0.120	0.190	0.190	0.204
股息率(%)	0.3	0.8	1.2	1.2	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	7,200	11,089	11,218	14,779	18,114
净手续费及佣金	296	489	705	916	1,191
其他非息收入	145	727	310	348	389
经营收入	7,641	12,305	12,232	16,043	19,694
经营费用	(1,923)	(2,891)	(2,830)	(3,838)	(4,927)
拨备前经营利润	5,718	9,414	9,402	12,205	14,767
贷款损失拨备	(650)	(1,725)	(1,620)	(3,327)	(5,157)
其他风险拨备	70	(122)	0	0	0
经营利润	5,138	7,567	7,782	8,879	9,610
非经常性项目	(32)	108	1	1	1
应占联营公司利润	0	0	100	10	10
税前利润	5,106	7,675	7,883	8,890	9,621
营业税	(477)	(729)	(677)	(905)	(1,128)
所得税	(1,281)	(1,529)	(1,704)	(1,748)	(1,792)
税后利润	3,348	5,417	5,501	6,237	6,701
少数股东权益	0	0	1	1	1
净利润	3,348	5,417	5,502	6,238	6,702
变动 (%)	56	62	2	13	7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	1,473	1,535	1,566	1,597	1,645
银行间贷款	97,715	119,362	129,808	158,825	180,710
衍生产品交易投资	12	52	57	63	69
总客户预付款	157,208	193,073	289,607	352,116	407,554
减: 拨备	(3,884)	(5,383)	(6,453)	(8,980)	(13,537)
长期投资	93,120	102,045	123,566	149,425	185,028
联营公司权益	31	217	272	282	292
净固定资产	1,434	1,519	1,626	1,571	1,476
其他资产	7,113	4,601	4,614	4,627	4,641
总资产	354,222	417,021	544,663	659,527	767,879
负债及权益					
客户存款	264,498	315,840	444,660	540,635	625,754
银行存款及结余	51,929	49,612	43,504	56,555	73,522
其他借款	3,500	13,460	13,460	13,460	13,460
总借款	319,927	378,912	501,624	610,651	712,736
其他负债	7,628	4,295	4,906	5,691	6,529
总负债	327,555	383,207	506,530	616,342	719,265
普通股股本(面值)	6,228	6,228	6,228	6,228	6,228
准备金(包括股本溢价)	18,335	22,234	23,334	24,582	25,922
留存收益	2,104	5,333	8,552	12,357	16,446
总股东权益	26,667	33,795	38,114	43,167	48,596
少数股东权益	0	19	19	18	18
已运用资本	26,667	33,814	38,133	43,185	48,614
总负债及权益	354,222	417,021	544,663	659,527	767,879

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	3,348	5,417	7,206	7,985	8,493
非现金项目	(1,647)	(2,122)	1,509	3,352	5,423
其他变动	502	776	100	100	100
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	16,983	(3,928)	1,709	31,545	33,039
经营产生的现金流	19,186	143	10,524	42,982	47,054
投资及融资回报	(139)	(140)	(367)	(547)	(547)
支付税金	0	0	(1,534)	(1,573)	(1,613)
总现金流	19,047	3	8,622	40,862	44,895
投资	(12,139)	9,606	(21,749)	(26,087)	(35,831)
自由现金流	6,908	9,609	(13,127)	14,775	9,064
收购	0	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	6,908	9,609	(13,132)	14,770	9,059
融资活动产生的净现金	14,413	9,189	(1,183)	(1,185)	(1,273)
现金增(减)	21,320	18,762	(14,315)	13,585	7,785

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	4.0	4.9	3.7	4.0	4.2
资金成本	1.8	2.1	1.5	1.6	1.8
利差	2.2	2.7	2.2	2.3	2.4
净息差	2.3	2.9	2.3	2.5	2.5
其他收入总收入	5.8	9.9	8.3	7.9	8.0
成本收入比	25.2	23.5	23.1	23.9	25.0
有效税率	34.4	29.4	30.2	29.8	30.3
增长率					
贷款增长率	21.3	22.8	50.0	21.6	15.7
存款增长率	13.5	19.4	40.8	21.6	15.7
资产增长率	29.8	17.7	30.6	21.1	16.4
可持续增长率	75.1	96.5	73.5	58.2	48.4
流动性					
贷存比	59.4	61.1	65.1	65.1	65.1
贷款资金比	49.1	51.0	57.7	57.7	57.2
贷款资产比	44.4	46.3	53.2	53.4	53.1
核心负债/总负债	57.6	61.1	64.6	64.3	64.0
超额准备金率	3.3	2.8	2.0	2.0	2.0
资产质量					
不良贷款率	3.0	1.5	1.1	1.3	1.8
一般拨备比率	1.0	1.6	1.6	1.6	2.0
特殊拨备覆盖率	50.0	75.4	59.0	76.4	73.0
总拨备覆盖率	83.7	180.2	206.7	203.3	186.9
信用成本	(0.41)	(0.89)	(0.56)	(0.94)	(1.27)
需特别关注贷款比例	2.51	4.33	4.50	4.50	4.50
资本充足率					
权益资产比率	7.5	8.1	7.0	6.5	6.3
盈余资本	12.7	12.4	7.4	5.2	4.2
总资本充足率	20.7	20.4	15.4	13.2	12.2
一级资本充足率	17.5	16.9	12.7	10.9	9.7
回报率					
资产收益率	1.1	1.4	1.1	1.0	0.9
净资产收益率	18.3	17.9	15.3	15.3	14.6
已运用资本收益率	18.3	17.9	15.3	15.3	14.6
结构性已运用资本收益率	30.8	39.2	28.4	22.8	19.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010年2月25日

浦发银行

净息差升幅扩大

A
持有(↑卖出)

600000.SS - 人民币 19.49

目标价格: 人民币 20.08(↑20.00)

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(10)	(7)	(17)	55
相对新华富时A50指数(%)	3	(1)	(3)	27

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	8,830
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	153,837
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,683
主要股东(%)	
上海国际集团	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*孙鹏、尹劲桦为本报告的重要贡献者

相比其他银行, 浦发银行的净利息收入占比较高, 因此对加息更为敏感。由于我们预期货币政策将会收紧, 且未来几个月内可能上调基准利率, 所以浦发相比其他银行将会受益更大。该行的拨备覆盖率处于较高水平, 这将有助于未来业绩释放。虽然该行资本仍显不足, 但我们将将其评级由卖出上调至持有并给予 20.08 元的目标价。

支撑评级的要点

- 净利息收入占比较高, 利润对于加息更为敏感;
- 较高拨备覆盖率有助于未来业绩释放。

评级面临的主要风险

- 资本充足率仍然较低, 未来可能有进一步的融资要求;
- 宏观经济恶化, 资产质量下滑。

估值

- 预计未来两年的每股收益分别为 1.42 元和 1.30 元。我们将评级由卖出上调至**持有**, 参考 2.23 倍 2010 年市净率, 我们将目标价由 20.00 元上调至 20.08 元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入(人民币百万)	24,179	31,534	33,260	42,238	51,408
净利润(人民币百万)	5,499	12,516	13,207	12,541	11,460
全面摊薄每股收益(人民币)	1.263	2.211	1.823	1.420	1.298
变动(%)	64.0	75.1	(17.6)	(22.1)	(8.6)
全面摊薄市盈率(倍)	15.6	8.9	10.8	13.9	15.2
每股账面价值(人民币)	6.5	7.4	7.7	9.0	10.2
价格/每股账面价值(倍)	3.0	2.7	2.5	2.2	1.9
净资产收益率(%)	20.7	35.8	24.0	16.9	13.5
每股股息(人民币)	0.376	0.372	0.150	0.142	0.130
股息率(%)	1.9	1.9	0.8	0.7	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	24,179	31,534	33,260	42,238	51,408
净手续费及佣金	1,130	1,795	2,125	2,762	3,591
其他非息收入	568	1,232	745	938	1,186
经营收入	25,877	34,561	36,129	45,938	56,184
经营费用	(9,784)	(12,898)	(13,489)	(17,041)	(20,868)
拨备前经营利润	16,093	21,663	22,640	28,896	35,316
贷款损失拨备	(3,516)	(3,471)	(3,210)	(9,667)	(16,949)
其他风险拨备	41	(247)	0	0	0
经营利润	12,618	17,945	19,431	19,229	18,367
非经常性项目	(5)	(29)	55	1	1
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	12,613	17,916	19,486	19,230	18,368
营业税	(1,854)	(2,613)	(2,449)	(3,169)	(3,870)
所得税	(5,260)	(2,787)	(3,829)	(3,519)	(3,038)
税后利润	5,499	12,516	13,208	12,541	11,460
少数股东权益	0	0	(1)	(1)	(1)
净利润	5,499	12,516	13,207	12,541	11,460
变动 (%)	64	128	6	(5)	(9)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	3,194	3,096	3,406	3,746	4,121
银行间贷款	240,696	408,750	516,377	624,068	726,074
衍生产品交易投资	347	2,288	2,517	2,768	3,045
总客户预付款	550,988	697,565	927,562	1,097,971	1,241,773
减: 拨备	(15,331)	(16,298)	(18,545)	(26,414)	(42,817)
长期投资	114,984	191,226	208,436	230,808	259,892
联营公司权益	854	928	928	928	928
净固定资产	5,507	6,260	9,018	9,418	9,635
其他资产	13,741	15,610	15,364	15,390	15,438
总资产	914,980	1,309,425	1,665,062	1,958,684	2,218,089
负债及权益					
客户存款	767,886	951,753	1,240,057	1,493,838	1,736,746
银行存款及结余	68,963	252,656	253,709	254,868	254,174
其他借款	23,600	24,800	60,800	80,800	80,800
总借款	860,449	1,229,209	1,554,566	1,829,506	2,071,720
其他负债	26,233	38,515	39,917	47,311	54,188
总负债	886,682	1,267,724	1,594,483	1,876,817	2,125,908
普通股股本(面值)	4,355	5,661	8,830	8,830	8,830
准备金(包括股本溢价)	21,312	24,127	42,991	47,203	50,933
留存收益	2,631	11,891	16,571	23,646	30,229
总股东权益	28,298	41,679	68,392	79,678	89,992
少数股东权益	0	22	23	23	24
已运用资本	28,298	41,701	68,415	79,702	90,016
总负债及权益	914,980	1,309,425	1,662,898	1,956,519	2,215,924

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	5,499	12,516	13,207	12,541	11,460
非现金项目	6,407	3,813	3,547	9,371	18,079
其他变动	0	0	0	0	0
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	(19,052)	(14,444)	(64,413)	(38,510)	(26,211)
经营产生的现金流	(7,146)	1,885	(47,659)	(16,598)	3,328
投资及融资回报	20	37	0	0	0
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	(7,126)	1,922	(47,659)	(16,598)	3,328
投资	(877)	(1,423)	(3,802)	(1,807)	(1,807)
自由现金流	(8,003)	499	(51,461)	(18,405)	1,521
收购	0	0	0	0	0
投资者可用现金	(8,003)	499	(51,461)	(18,405)	1,521
融资活动产生的净现金	8,937	(597)	51,770	18,746	(1,146)
现金增(减)	934	(98)	310	341	375

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	4.8	5.1	3.7	3.9	4.1
资金成本	1.9	2.3	1.5	1.6	1.8
利差	2.9	2.7	2.2	2.2	2.3
净息差	3.0	2.9	2.3	2.3	2.5
其他收入总收入	6.6	8.8	7.9	8.1	8.5
成本收入比	37.8	37.3	37.3	37.1	37.1
有效税率	56.4	30.1	32.2	34.8	37.6
增长率					
贷款增长率	19.5	26.6	33.0	18.4	13.1
存款增长率	28.4	23.9	30.3	20.5	16.3
资产增长率	32.7	43.1	27.2	17.6	13.2
可持续增长率	23.3	49.5	36.6	30.3	24.4
流动性					
贷存比	71.8	73.3	74.8	73.5	71.5
贷款资金比	64.0	56.7	59.7	60.0	59.9
贷款资产比	60.2	53.3	55.7	56.1	56.0
核心负债/总负债	70.6	63.3	66.8	68.2	69.6
超额准备金率	6.6	6.2	4.0	4.0	4.0
资产质量					
不良贷款率	1.5	1.2	0.9	1.5	2.4
一般拨备比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
特殊拨备覆盖率	122.4	110.1	108.6	95.7	102.7
总拨备覆盖率	191.1	192.5	217.2	163.7	144.6
信用成本	(0.64)	(0.50)	(0.35)	(0.88)	(1.36)
需特别关注贷款比例	1.83	1.47	5.00	6.00	6.00
资本充足率					
权益资产比率	3.1	3.2	4.1	4.1	4.1
盈余资本	0.7	1.1	2.7	2.8	2.9
总资本充足率	8.7	9.1	10.7	10.8	10.9
一级资本充足率	5.0	5.0	6.7	7.4	7.6
回报率					
资产收益率	0.7	1.1	0.9	0.7	0.5
净资产收益率	20.7	35.8	24.0	16.9	13.5
已运用资本收益率	20.7	35.8	24.0	16.9	13.5
结构性已运用资本收益率	14.0	24.0	18.5	14.7	12.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年 2 月 25 日

南京银行

受制于较低的净资产收益率

A
持有

601009.SS - 人民币 16.11

目标价格: 人民币 14.73 (↓17.11)

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(17)	(9)	(13)	36
相对新华富时 A50 指数 (%)	(4)	(3)	1	8

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,837
流通股 (%)	64
流通股市值 (人民币 百万)	20,313
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	339
主要股东 (%)	
南京市国有资产投资管理控股 (集团) 有限责任公司	13

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*孙鹏、尹劲桦为本报告的重要贡献者

由于资本未能得到有效利用, 南京银行受制于其较低的净资产收益率。尽管通过跨区域扩张获得资产的迅速增长, 但与其他中小型银行相比, 由于证券投资比重较高, 南京银行的净息差实际上对加息的敏感性较低。该行交易性证券投资在 2010 年将持续承压, 而成本收入比有可能上升。我们维持对该股持有的评级, 目标价格下调至 14.73 元。

支撑评级的要点

- 通过跨区域扩张, 尤其是在江苏省内的扩张, 资产规模获得迅速增长。

评级面临的主要风险

- 由于杠杆比较低, 净资产收益率的提升受到限制。资本利用效率较低, 风险加权资产/总资产比率较高, 投资资产占比较大。
- 交易性证券占比较高带来公允价值损失压力。
- 宏观经济疲软使得资产质量恶化。
- 扩张期间成本收入比迅速上升。

估值

- 我们预计 2009-2011 年每股收益为 0.88、0.77 和 0.77 元, 每股账面价值为 6.61、7.86 与 8.26 元。基于 2.0 倍 2010 年市净率, 我们将目标价格由 17.11 元下调为 14.73 元, 我们将维持对该股的持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入(人民币百万)	1,956	2,596	3,092	4,382	5,607
净利润(人民币百万)	909	1,457	1,611	1,772	1,763
全面摊薄每股收益(人民币)	0.617	0.793	0.877	0.772	0.768
变动(%)	45.8	28.5	10.5	(12.0)	(0.5)
全面摊薄市盈率(倍)	26.1	20.3	18.4	20.9	21.0
每股账面价值(人民币)	5.4	6.1	6.6	7.9	8.3
价格/每股账面价值(倍)	3.0	2.6	2.4	2.0	1.9
净资产收益率(%)	14.5	13.7	13.8	11.7	9.5
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.421	0.370	0.368
股息率(%)	(1.9)	(1.9)	(2.6)	(2.3)	(2.3)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	1,956	2,596	3,092	4,382	5,607
净手续费及佣金	66	220	341	443	531
其他非息收入	(96)	407	101	(128)	(153)
经营收入	1,926	3,223	3,533	4,696	5,986
经营费用	(583)	(818)	(1,008)	(1,403)	(1,815)
拨备前经营利润	1,343	2,405	2,525	3,293	4,171
贷款损失拨备	(188)	(488)	(408)	(907)	(1,725)
其他风险拨备	0	0	0	0	0
经营利润	1,155	1,917	2,117	2,386	2,446
非经常性项目	26	6	1	1	1
应占联营公司利润	0	0	0	10	10
税前利润	1,181	1,923	2,118	2,397	2,457
营业税	(118)	(182)	(194)	(263)	(348)
所得税	(154)	(285)	(314)	(362)	(346)
税后利润	909	1,456	1,611	1,772	1,763
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	909	1,457	1,611	1,772	1,763
变动 (%)	53	60	11	10	(1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	220	260	265	271	279
银行间贷款	15,404	17,241	37,361	50,243	63,087
衍生产品交易投资	0	0	0	0	0
总客户预付款	30,629	40,179	65,257	84,989	105,614
减: 拨备	(806)	(1,122)	(1,500)	(2,207)	(3,332)
长期投资	28,048	33,163	36,538	40,677	44,478
联营公司权益	199	259	264	274	284
净固定资产	425	570	702	819	921
其他资产	1,945	3,156	3,244	3,343	3,453
总资产	76,064	93,706	142,132	178,408	214,784
负债及权益					
客户存款	50,931	62,731	97,327	123,172	153,064
银行存款及结余	11,477	14,407	27,035	30,986	35,961
其他借款	800	800	800	800	800
总借款	63,208	77,938	125,161	154,958	189,825
其他负债	2,914	4,422	4,787	5,345	5,938
总负债	66,122	82,360	129,948	160,303	195,763
普通股股本(面值)	1,837	1,837	1,837	2,296	2,296
准备金(包括股本溢价)	6,767	7,289	7,611	12,506	12,859
留存收益	1,338	2,170	2,685	3,252	3,816
总股东权益	9,942	11,296	12,133	18,055	18,971
少数股东权益	0	50	50	50	50
已运用资本	9,942	11,346	12,183	18,105	19,021
总负债及权益	76,064	93,706	142,132	178,408	214,784

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,063	1,741	1,925	2,133	2,109
非现金项目	230	383	491	825	1,257
其他变动	122	(213)	100	100	100
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	(488)	4,563	18,167	7,134	10,845
经营产生的现金流	927	6,474	20,683	10,192	14,310
投资及融资回报	8	85	(33)	(28)	(28)
支付税金	(154)	(285)	(282)	(326)	(311)
总现金流	781	6,274	20,367	9,839	13,971
投资	(6,202)	(4,841)	(3,568)	(4,332)	(3,994)
自由现金流	(5,421)	1,433	16,799	5,507	9,977
收购	0	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	(5,421)	1,433	16,794	5,502	9,972
融资活动产生的净现金	6,560	(528)	(773)	4,150	(846)
现金增(减)	1,103	834	16,021	9,651	9,126

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	5.2	5.5	4.2	4.4	4.6
资金成本	2.5	2.8	1.7	1.8	1.9
利差	2.7	2.8	2.5	2.6	2.7
净息差	3.0	3.2	2.7	2.8	2.9
其他收入总收入	(1.6)	19.5	12.5	6.7	6.3
成本收入比	30.3	25.4	28.5	29.9	30.3
有效税率	23.0	24.3	24.0	26.1	28.3
增长率					
贷款增长率	20.1	31.2	62.4	30.2	24.3
存款增长率	16.1	23.2	55.1	26.6	24.3
资产增长率	31.2	23.2	51.7	25.5	20.4
可持续增长率	138.3	125.2	92.8	66.4	51.8
流动性					
贷存比	60.1	64.0	67.0	69.0	69.0
贷款资金比	48.5	51.6	52.1	54.8	55.6
贷款资产比	40.3	42.9	45.9	47.6	49.2
资产质量					
不良贷款率	1.8	1.6	1.2	1.8	2.4
一般拨备比率	1.1	1.8	1.2	1.3	1.3
特殊拨备覆盖率	85.0	61.8	93.1	73.3	77.8
总拨备覆盖率	147.1	170.0	189.7	146.7	132.3
信用成本	(0.61)	(1.21)	(0.63)	(1.07)	(1.63)
需特别关注贷款比例	6.67	7.63	9.00	10.00	10.00
资本充足率					
权益资产比率	13.1	12.1	8.5	10.1	8.8
盈余资本	22.7	15.7	5.4	7.3	5.1
总资本充足率	30.7	23.7	13.4	15.3	13.1
一级资本充足率	27.4	20.7	11.8	13.8	11.7
回报率					
资产收益率	1.4	1.7	1.4	1.1	0.9
净资产收益率	14.5	13.7	13.8	11.7	9.5
已运用资本收益率	14.5	13.7	13.7	11.7	9.5
结构性已运用资本收益率	35.5	43.4	27.4	20.0	16.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年 2 月 25 日

华夏银行

一季度业绩高增长

A
买入

600015.SS - 人民币 10.65

目标价格: 人民币 12.80 (▼13.76)

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(14)	(9)	(12)	12
相对新华富时 A50 指数 (%)	(1)	(3)	2	(16)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	4,991
流通股 (%)	76
流通股市值 (人民币 百万)	43,525
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	539
主要股东 (%)	
德意志银行	17

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*孙鹏、尹劲桦为本报告的重要贡献者

我们预期货币政策将会收紧, 而且市场利率正在上行, 所以我们认为华夏银行相比其他银行受益更大, 因为其净利息收入的占比在所有上市银行中最高。我们认为该行将继续减少银行间资产并提高贷款的比重。其次, 信贷成本将不再受历史负担的拖累, 未来的所有拨备费用将会来源于新增的不良贷款。另外因为上年同期的基数较低, 该行今年 1 季度有望实现同业中最高同比增速。下调目标价格至 12.80 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 更受益于市场利率上行, 因净利息收入占比在所有上市银行中最高;
- 1 季度盈利同比大幅增长;
- 同行业中估值较为便宜;
- 历史不良贷款的负面影响已经消除。

评级面临的主要风险

- 贷款的市场份额可能下降, 因为资本充足率较低导致扩张更为保守。

估值

- 根据 2010 年预测, 当前股价对应 1.77 倍 2010 年市净率和 15.4 倍 2010 年市盈率。我们给予该行**买入**评级, 参考 2.0 倍 2010 年市净率, 目标价由 13.76 元下调至 12.80 元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入(人民币百万)	13,673	16,440	15,740	18,964	22,068
净利润(人民币百万)	2,101	3,071	3,350	3,802	4,338
全面摊薄每股收益(人民币)	0.500	0.615	0.671	0.762	0.869
变动(%)	44.2	23.0	9.1	13.5	14.1
市盈率(倍)	21.3	17.3	15.9	14.0	12.3
每股账面价值(人民币)	3.1	5.5	6.0	6.6	7.3
价格/每股账面价值(倍)	3.4	1.9	1.8	1.6	1.5
净资产收益率(%)	17.0	15.2	11.7	12.1	12.5
每股股息(人民币)	0.110	0.093	0.148	0.093	0.191
股息率(%)	1.0	0.8	1.3	0.8	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	13,673	16,440	15,740	18,964	22,068
净手续费及佣金	451	822	1,069	1,389	1,667
其他非息收入	137	349	454	590	708
经营收入	14,261	17,611	17,262	20,943	24,443
经营费用	(5,769)	(7,301)	(7,915)	(9,688)	(11,392)
拨备前经营利润	8,492	10,310	9,347	11,255	13,051
贷款损失拨备	(3,311)	(4,507)	(3,185)	(4,462)	(5,224)
其他风险拨备	(232)	(387)	(329)	(90)	(104)
经营利润	4,949	5,416	5,833	6,703	7,722
非经常性项目	(35)	(27)	(160)	(160)	(160)
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	4,914	5,389	5,673	6,543	7,562
营业税	(1,093)	(1,382)	(1,116)	(1,365)	(1,650)
所得税	(1,720)	(936)	(1,207)	(1,376)	(1,574)
税后利润	2,101	3,071	3,350	3,802	4,338
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	2,101	3,071	3,350	3,802	4,338
变动 (%)	44	46	9	13	14

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	1,803	1,589	1,748	1,923	2,115
银行间贷款	214,282	283,090	322,847	360,948	411,165
衍生产品交易投资	6	443	458	458	458
总客户预付款	306,078	355,478	451,227	514,768	602,005
减: 拨备	(7,528)	(9,810)	(10,665)	(13,534)	(17,615)
长期投资	69,873	91,863	101,265	111,741	123,420
联营公司权益	53	82	100	100	50
净固定资产	3,350	3,640	3,986	4,132	3,096
其他资产	4,421	5,262	6,116	7,373	8,804
总资产	592,338	731,637	877,081	987,908	1,133,498
负债及权益					
客户存款	438,782	485,350	608,391	694,063	811,685
银行存款及结余	107,980	180,689	198,374	217,807	239,164
其他借款	23,870	23,870	23,870	23,870	23,870
总借款	570,632	689,909	830,634	935,740	1,074,719
其他负债	8,651	14,307	16,412	19,169	22,396
总负债	579,283	704,216	847,047	954,909	1,097,115
普通股股本(面值)	4,200	4,991	4,991	4,991	4,991
准备金(包括股本溢价)	8,115	21,469	22,809	24,330	26,065
留存收益	740	961	2,234	3,679	5,327
总股东权益	13,055	27,421	30,034	33,000	36,383
少数股东权益	0	0	0	0	0
已运用资本	13,055	27,421	30,034	33,000	36,383
总负债及权益	592,338	731,637	877,081	987,908	1,133,498

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2,101	3,071	3,350	3,802	4,338
非现金项目	1,758	3,025	4,188	5,438	7,410
其他变动	50	(68)	(2,330)	(1,593)	(1,144)
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	(31,892)	4,415	(2,982)	(5,087)	(7,915)
经营产生的现金流	(27,983)	10,443	2,227	2,560	2,689
投资及融资回报	2,468	2,910	0	0	0
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	(25,515)	13,353	2,227	2,560	2,689
投资	9,145	(23,295)	(1,588)	(1,648)	(1,710)
自由现金流	(16,370)	(9,942)	639	912	979
收购	0	0	(18)	0	50
投资者可用现金	(16,370)	(9,942)	621	912	1,029
融资活动产生的净现金	16,867	9,729	(462)	(737)	(836)
现金增/(减)	497	(213)	159	175	192

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	4.9	5.7	3.4	3.5	3.7
资金成本	2.3	3.3	1.5	1.6	1.7
利差	2.6	2.3	1.9	2.0	2.0
净息差	2.6	2.5	2.0	2.0	2.1
其他收入总收入	4.1	6.6	8.8	9.4	9.7
成本收入比	40.5	41.5	45.9	46.3	46.6
有效税率	57.2	43.0	40.9	41.9	42.6
增长率					
贷款增长率	17.8	16.1	26.9	14.1	16.9
存款增长率	18.2	10.6	25.4	14.1	16.9
资产增长率	33.1	23.5	19.9	12.6	14.7
可持续增长率	29.1	30.8	27.9	24.3	26.8
流动性					
贷存比	69.8	73.2	74.2	74.2	74.2
贷款资金比	53.6	51.5	54.3	55.0	56.0
贷款资产比	51.7	48.6	51.4	52.1	53.1
核心负债/总负债	58.9	52.3	54.3	55.1	56.2
超额准备金率	8.3	15.2	3.0	3.0	3.0
资产质量					
不良贷款率	2.3	1.8	1.6	2.1	2.6
一般拨备比率	1.1	1.5	1.5	1.5	1.5
特殊拨备覆盖率	61.0	66.6	55.7	54.2	55.1
总拨备覆盖率	109.3	151.2	152.4	126.3	113.0
信用成本	(1.08)	(1.27)	(0.71)	(0.87)	(0.87)
需特别关注贷款比例	26.64	37.24	22.40	21.76	23.24
资本充足率					
权益资产比率	2.2	3.7	3.4	3.3	3.2
盈余资本	0.6	3.4	2.0	1.6	1.2
总资本充足率	8.6	11.4	10.0	9.6	9.2
一级资本充足率	4.5	7.5	6.8	6.7	6.4
回报率					
资产收益率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
净资产收益率	17.0	15.2	11.7	12.1	12.5
已运用资本收益率	17.0	15.2	11.7	12.1	12.5
结构性已运用资本收益率	10.0	11.9	10.6	10.2	10.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究

2010 年 2 月 25 日

买入(▲卖出)
A

002142.SZ - 人民币 14.92

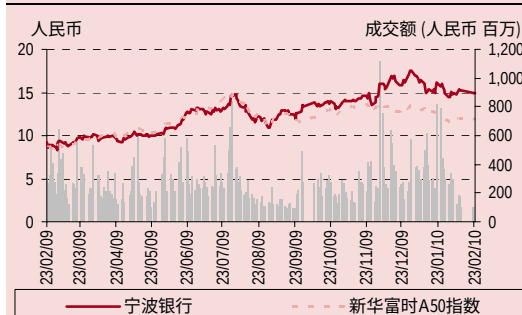
目标价格: 人民币 18.55(▲4.46)

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(15)	(8)	3	63
相对新华富时 A50 指数 (%)	(2)	(2)	17	35

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	2,500
流通股 (%)	18
流通股市值 (人民币 百万)	7,029
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	337
主要股东(%)	
宁波市财政局	11

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*孙鹏、尹劲桦为本报告的重要贡献者

宁波银行

弹性较好, 增长强劲

考虑到弹性较好, 且增长前景可期, 我们将宁波银行的评级从卖出上调至买入。随着流动性收紧和出口复苏, 我们预计 2010 年该行净息差将迅速反弹。同时, 作为一家城市商业银行, 宁波银行所受的监管影响最小, 预计未来通过跨区域扩张实现增长的势头不减。我们将评级上调至买入, 目标价格上调至 18.55 元。

支撑评级的要点

- 随着流动性收紧和出口复苏, 净息差明显扩大。宁波银行将受益于自身资产久期较短和中小企业贷款占比较高。
- 该行将继续其跨区域扩张的步伐(每年开设 2-3 家跨区域分支机构), 从而带来规模增长强劲。
- 定向增发完成后资本金实力雄厚。

评级面临的主要风险

- 如果宏观经济不景气, 资产质量方面将出现压力。
- 快速扩张带来经营费用高企。

估值

- 我们预计 2009-2011 年宁波银行的每股收益分别为 0.59 元、0.61 元和 0.70 元人民币, 每股账面价值分别为 3.87 元、5.38 元和 5.80 元人民币。在高增长潜力的基础上, 我们认为宁波银行较行业平均估值水平应有一定溢价。基于 3.2 倍 2010 年预期市净率, 我们将该股目标价格由 4.46 元上调至 18.55 人民币, 将评级从卖出上调至**买入**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入(人民币百万)	2,061	2,891	3,453	4,884	6,627
净利润(人民币百万)	951	1,332	1,466	1,782	2,065
全面摊薄每股收益(人民币)	0.454	0.533	0.586	0.608	0.705
变动(%)	33.1	17.4	10.0	3.7	15.9
市盈率(倍)	32.9	28.0	25.4	24.5	21.2
每股账面价值(人民币)	3.2	3.5	3.9	5.4	5.8
价格/每股账面价值(倍)	4.6	4.2	3.9	2.8	2.6
净资产收益率(%)	17.0	15.8	15.9	14.0	12.6
每股股息(人民币)	0.152	0.200	0.235	0.243	0.282
股息率(%)	1.0	1.3	1.6	1.6	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	2,061	2,891	3,453	4,884	6,627
净手续费及佣金	172	375	438	598	777
其他非息收入	11	138	48	56	65
经营收入	2,244	3,404	3,939	5,538	7,468
经营费用	(821)	(1,369)	(1,600)	(2,238)	(2,968)
拨备前经营利润	1,423	2,035	2,338	3,300	4,500
贷款损失拨备	(99)	(257)	(472)	(955)	(1,707)
其他风险拨备	0	0	0	(2)	0
经营利润	1,324	1,778	1,867	2,343	2,793
非经常性项目	1	(28)	1	1	1
应占联营公司利润	0	0	10	10	10
税前利润	1,325	1,750	1,878	2,354	2,804
营业税	(140)	(227)	(252)	(310)	(418)
所得税	(234)	(191)	(160)	(262)	(320)
税后利润	951	1,332	1,466	1,782	2,065
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	951	1,332	1,466	1,782	2,065
变动 (%)	50	40	10	22	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	280	441	450	459	473
银行间贷款	18,746	29,948	36,863	52,120	64,488
衍生产品交易投资	28	1,801	1,981	2,179	2,397
总客户预付款	36,502	49,156	81,306	106,731	140,079
减: 拨备	(468)	(690)	(1,132)	(1,785)	(2,992)
长期投资	17,226	15,217	15,644	15,664	17,238
联营公司权益	8	13	23	33	43
净固定资产	673	836	889	908	836
其他资产	2,516	6,541	8,132	9,731	11,347
总资产	75,511	103,263	144,157	186,041	233,909
负债及权益					
客户存款	55,514	76,222	109,874	144,232	189,295
银行存款及结余	9,381	11,348	11,915	12,511	13,137
其他借款	0	0	5,000	5,000	5,000
总借款	64,895	87,570	126,789	161,743	207,432
其他负债	2,593	6,888	7,684	8,545	9,484
总负债	67,488	94,458	134,473	170,287	216,917
普通股股本(面值)	2,500	2,500	2,500	2,930	2,930
准备金(包括股本溢价)	4,282	4,684	4,977	9,904	10,317
留存收益	1,241	1,621	2,207	2,920	3,746
总股东权益	8,023	8,805	9,684	15,754	16,993
少数股东权益	0	0	0	0	0
已运用资本	8,023	8,805	9,684	15,754	16,993
总负债及权益	75,511	103,263	144,157	186,041	233,909

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,185	1,523	1,626	2,044	2,385
非现金项目	(276)	(279)	552	850	1,541
其他变动	(39)	(95)	100	100	100
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	4,993	4,963	(8,280)	2,537	3,625
经营产生的现金流	5,863	6,112	(6,002)	5,532	7,651
投资及融资回报	421	666	5	5	5
支付税金	(234)	(191)	(144)	(236)	(288)
总现金流	6,050	6,587	(6,141)	5,301	7,368
投资	(1,917)	(1,957)	(601)	(194)	(1,748)
自由现金流	4,133	4,630	(6,742)	5,107	5,620
收购	0	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	4,133	4,630	(6,747)	5,102	5,615
融资活动产生的净现金	3,821	(500)	4,414	4,287	(826)
现金增(减)	7,933	4,107	(2,333)	9,389	4,789

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	4.9	5.9	4.2	4.3	4.7
资金成本	1.8	2.7	1.2	1.2	1.4
利差	3.1	3.2	3.0	3.1	3.2
净息差	3.3	3.5	3.0	3.2	3.3
其他收入总收入	8.9	17.7	14.1	13.4	12.7
成本收入比	36.6	40.2	40.6	40.4	39.7
有效税率	28.2	23.9	21.9	24.3	26.3
增长率					
贷款增长率	29.7	34.7	65.4	31.3	31.2
存款增长率	20.2	37.3	44.1	31.3	31.2
资产增长率	33.5	36.8	39.6	29.1	25.7
可持续增长率	110.6	108.8	78.6	67.4	60.5
流动性					
贷存比	65.8	64.5	74.0	74.0	74.0
贷款资金比	56.2	56.1	64.1	66.0	67.5
贷款资产比	48.3	47.6	56.4	57.4	59.9
资产质量					
不良贷款率	0.4	0.9	0.7	1.2	1.7
一般拨备比率	1.6	0.7	1.0	1.0	1.0
特殊拨备覆盖率	(91.4)	80.8	50.0	54.4	65.6
总拨备覆盖率	360.0	152.7	187.0	139.4	125.6
信用成本	(0.27)	(0.52)	(0.58)	(0.89)	(1.22)
需特别关注贷款比例	5.98	5.50	8.50	9.70	10.20
资本充足率					
权益资产比率	10.6	8.5	6.7	8.5	7.3
盈余资本	13.1	7.6	3.3	5.7	3.8
总资本充足率	21.1	15.6	11.3	13.7	11.8
一级资本充足率	19.0	14.6	10.1	12.6	10.7
回报率					
资产收益率	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0
净资产收益率	17.0	15.8	15.9	14.0	12.6
已运用资本收益率	17.0	15.8	15.9	14.0	12.6
结构性已运用资本收益率	33.2	34.1	24.6	21.2	19.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究

附录一、新巴塞尔协议下资本要求计算方法

信用风险

根据新的框架，银监会要求国内银行使用内部评级法来评估信用风险，并在三年过渡期内逐步将内部评级法的覆盖范围由 50% 提高到 80%

根据新的框架，银监会要求国内银行使用内部评级法来评估信用风险，并在三年过渡期内逐步将内部评级法的覆盖范围由 50% 提高到 80%。

根据内部评级法，国内银行必须凭借自身系统来设定信用风险的风险要素，包括违约概率（PD）、违约损失率（LGD）、有效期限（M）和违约风险暴露（EAD），从而计算出相关性（R）和资本要求（K）。

为了鼓励发展零售银行和中小企业贷款，计算资本要求时，不同资产类别间有轻微的调整。零售敞口和中小企业敞口的 R 较低，从而所需的资本也较少。

图表 38. 公司业务和零售业务敞口所需资金

	公司业务敞口		零售业务敞口		
	普通公司贷款	中小企业贷款	按揭贷款	循环贷款	其他零售贷款
R	$R = 0.12 \times [1 - \text{EXP}(-50 \times \text{PD})] / [1 - \text{EXP}(-50)] + 0.24 \times \{1 - [1 - \text{EXP}(-50)] \times \text{PD}\} / [1 - \text{EXP}(-50)]$	$R = 0.12 \times [1 - \text{EXP}(-50 \times \text{PD})] / [1 - \text{EXP}(-50)] + 0.24 \times \{1 - (1 - \text{EXP}(-50 \times \text{PD})) \times \text{PD}\} / [1 - \text{EXP}(-50)] - 0.04 \times [1 - (S - 3)/27]$	0.15	0.04	$R = 0.03 \times [1 - \text{EXP}(-35 \times \text{PD})] / [1 - \text{EXP}(-35)] + 0.16 \times \{1 - (1 - \text{EXP}(-35 \times \text{PD})) \times \text{PD}\} / [1 - \text{EXP}(-35)]$
K	$K = [\text{LGD} \times N[(1 - R)^{-0.5} \times G(\text{PD}) + (R/(1 - R))^{0.5} \times G(0.999)] - \text{PD} \times \text{LGD}] \times (1 - 1.5 \times b)^{-1} \times [1 + (M - 2.5) \times b]$		$K = \text{LGD} \times N[(1 - R)^{-0.5} \times G(\text{PD}) + (R/(1 - R))^{0.5} \times G(0.999)] - \text{PD} \times \text{LGD}$		

资料来源：银监会、中银国际研究

对于公司业务敞口，PD 是最关键的部分，因为 LGD 通常设在 45% 或 75%，M 设在 2.5 年。在不同的 PD 和 LGD 下测算的风险权重 ($\text{RWA}/\text{EAD} = 12.5 \times K$) 如下表所示。我们预计国内银行所持有的大部分公司业务资产的 PD 应该低于 2%，因此内部评级法其实有助于国内银行节约资本。

图表 39. 风险权重的敏感性分析(RWA/EAD)

LD	PD	
	45%	75%
1.0%	0.88	1.46
1.1%	0.91	1.52
1.2%	0.95	1.58
1.3%	0.98	1.63
1.4%	1.01	1.68
1.5%	1.03	1.72

资料来源：银监会、中银国际研究

对于零售业务敞口，银行必须同时预测自己的 PD 和 LGD。不同 PD 和 LGD 下的按揭敞口风险权重计算如下表所示。考虑到违约风险较低以及高抵押率下较低的 LGD，我们认为按揭资产的资本要求和风险加权资产在新框架下将会明显下降。

图表 40. 风险比重敏感性分析(RWA/EAD)

PD	LGD				
	30%	35%	40%	45%	50%
0.8%	0.32	0.38	0.43	0.49	0.54
0.9%	0.35	0.41	0.47	0.53	0.58
1.0%	0.38	0.44	0.50	0.56	0.63
1.1%	0.40	0.47	0.53	0.60	0.67
1.2%	0.42	0.49	0.57	0.64	0.71
1.3%	0.45	0.52	0.60	0.67	0.74

资料来源：银监会、中银国际研究

图表 41. 新的信贷风险计算办法对上市公司的影响

(百万元)	工行	其他	建行	交行	招行	中信	民生	兴业	浦发	深发
公司贷款	4,280,633	3,366,163	3,455,910	1,483,006	829,745	890,699	779,281	508,929	808,659	258,812
零售贷款	967,906	947,111	948,448	246,212	276,436	98,049	124,653	132,104	130,060	83,534
按揭贷款	698,842	739,285	714,553	147,990	194,527	75,743	92,940	113,386	113,578	50,388
信用卡贷款	24,338	20,805	27,908	24,527	33,146	11,416	12,755	5,023	4,732	4,202
其他零售贷款	244,726	187,221	205,987	73,695	48,763	10,890	18,958	13,695	11,750	28,944
总计	5,248,539	4,313,274	4,404,358	1,729,218	1,106,181	988,748	903,934	641,033	938,719	342,346
现有框架下的风险权重(%)										
公司贷款	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
按揭贷款	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
信用卡贷款	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
其他零售贷款	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
新框架下的风险权重(%)										
公司贷款	98	98	98	101	95	95	98	98	98	98
按揭贷款	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
信用卡贷款	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82
其他零售贷款	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
现有框架下的风险加权资产	4,899,118	3,943,832	4,047,082	1,655,223	1,008,918	950,877	857,464	584,340	881,930	317,152
新框架下的风险加权资产	4,630,359	3,710,816	3,807,190	1,617,213	918,225	888,996	820,307	553,765	845,656	294,373
风险加权资产变动	(268,759)	(233,015)	(239,891)	(38,010)	(90,692)	(61,880)	(37,157)	(30,575)	(36,274)	(22,779)
资本充足率变动 (%)	0.6	0.5	0.6	0.3	0.9	0.8	0.3	0.5	0.4	0.6

注：假设公司贷款PD为1.3%，LGD为45%（交行PD为1.4%）；假设按揭贷款PD为0.8%，LGD为35%；假设循环贷款PD为3%，LGD为95%；假设其他零售贷款PD为2%，LGD为50%。

资料来源：公司数据、中银国际研究

市场风险

根据最新的讨论草案,国内银行须根据内部模型法来测算市场风险,包括利率风险、股票风险、汇率风险和商品风险,并定期进行压力测试。与目前国内银行普遍采用的标准法不同的是,内部模型法更多地以银行内部数据和实证研究为基础。由于目前国内银行衍生品和证券化业务发展程度尚低,因此市场风险对国内银行的影响相对较小。

操作风险

在新的监管体系中,国内商业银行必须对操作风险进行评估,这会导致总风险加权资产增加

在新的监管体系中,国内商业银行必须对操作风险进行评估,这会导致总风险加权资产增加。银监会提出了三种用于计量操作风险资本费用的方法,即:(i)标准法;(ii)替代标准法;和(iii)高级计量法。

在标准法中,操作风险的资本要求根据每条业务线的年化总收入和银监会指定的相应 β 值而确定。零售银行业务的风险通常低于其他业务条线,因此零售业务较高的银行通常操作风险的资本占用较低。

图表 42.各项业务线的 β 值

业务线	
企业融资(β_1)	18%
交易和销售(β_2)	18%
零售银行(β_3)	12%
商业银行(β_4)	15%
支付与结算(β_5)	18%
代理服务(β_6)	15%
资产管理(β_7)	12%
零售经纪(β_8)	12%
其他(β_9)	18%

资料来源:银监会,中银国际研究

我们以标准法来评估操作风险对大型上市银行的影响。通常来说,上市银行的资本充足率将降低 0.5%-1.5%左右。零售银行收入占比较高,并且交易业务收入占比较低的银行受到的影响可能稍小。

图表 43. 操作风险对上市银行的影响

	工商银行	其他银行	建设银行	交通银行	招商银行	中信银行	民生银行	兴业银行	浦发银行	深发展
商业银行	149,034	106,297	133,643	70,518	24,585	27,023	22,637	14,603	24,996	9,032
零售银行	92,448	58,796	74,648	17,199	15,600	5,467	4,830	5,310	3,749	3,380
销售交易	44,766	27,656	36,050	31,007	7,834	2,730	3,041	6,638	2,500	1,424
其他	1,092	15,474	5,222	1,005	453	(1,153)	3,763	0	0	1,146
总计	287,339	208,223	249,563	119,729	48,472	34,067	34,271	26,551	31,245	14,982
商业银行(%)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
零售银行(%)	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
销售交易(%)	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
其他(%)	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
风险加权资产的上升比例 (%)	9.24	7.10	9.00	13.75	7.89	6.59	6.55	6.85	6.25	7.86
资本充足率变动(%)	(1.07)	(0.77)	(1.00)	(1.51)	(0.77)	(0.69)	(0.53)	(0.68)	(0.60)	(0.63)

资料来源：公司数据，中银国际研究

附录二、资金募集与摊薄

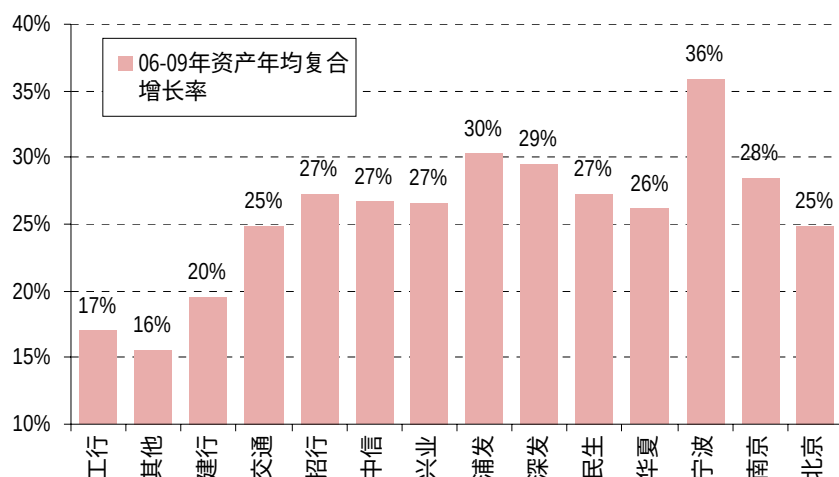
我们认为在资产及风险加权资产的快速扩张、监管部门对资本充足率要求提高及新巴塞尔协议施行等综合影响下，银行的再融资势在必行

国内银行的再融资是过去几个月国内资本市场讨论的热点，投资者因此对银行板块一直保持谨慎态度。我们认为在资产及风险加权资产的快速扩张、监管部门对资本充足率要求提高及新巴塞尔协议施行等综合影响下，银行的再融资势在必行。

1. 资产/风险加权资产快速扩张

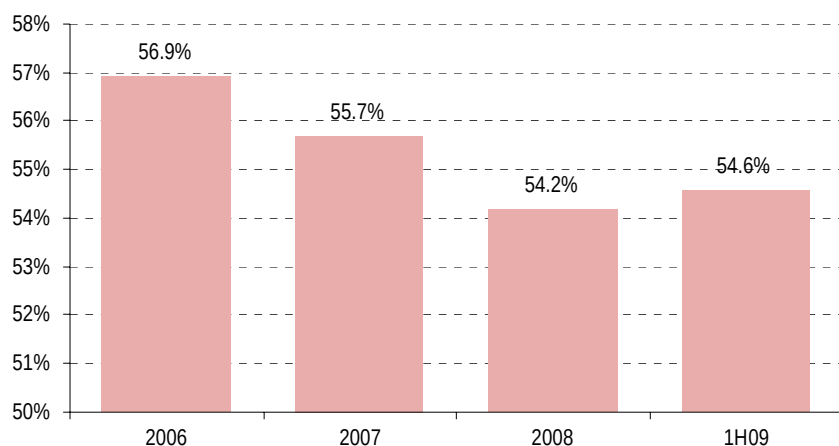
伴随着中国经济的快速发展，国内银行的资产也迅速扩张，并且其大部分资产集中于高资本消耗的公司贷款。在 2009 年规模空前的扩张之后，国内银行的资本充足率大幅下滑，难以满足其未来增长。同时，鉴于其高度依赖于利息收入的经营模式，预计短期内其资产的风险权重也很难有明显降低。

图表 44. 上市银行的资产增长



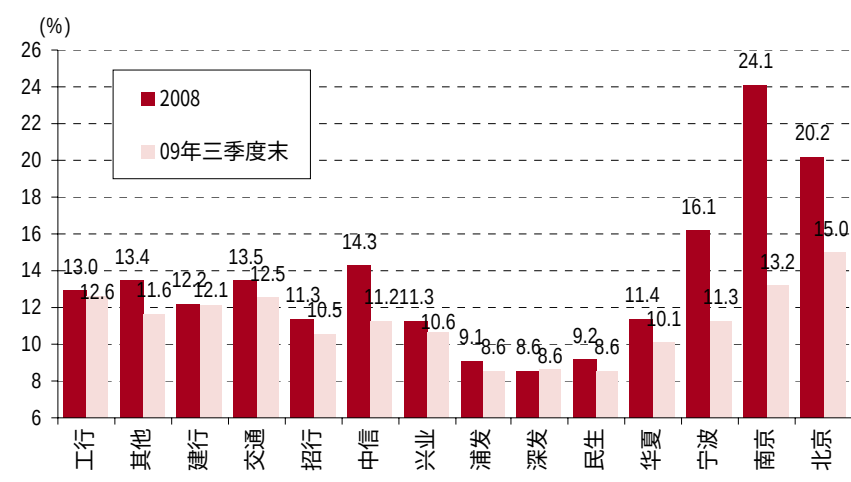
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 45. 风险加权资产/上市银行总资产



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 46.上市银行资本充足率比较



注：09 年前三季度浦发银行总资本充足率去除了近期增发的影响

资料来源：公司数据，中银国际研究

2. 监管部门资本充足率的要求提高

我们注意到，目前银监会对国内银行业的监管更加严格。虽然目前不良贷款率处于较低水平，但是银监会依然高度担心潜在的资产质量风险。从 2009 年下半年开始，监管部门正式推出了一系列政策文件，包括《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》等，来规范银行贷款用途，防范信贷风险。而且，银监会要求各大银行提高其拨备覆盖率，同时进一步提高对资本充足率的要求，以防止资产质量出现任何恶化。

2009 年 10 月，银监会发出《关于完善商业银行资本补充机制的通知》。《通知》要求，国有/股份制银行和小型银行的核心资本充足率不得低于 7%和 5%，相比过去的 4%有所提高。

《通知》还要求，商业银行需要将其 2009 年 7 月 1 日之后购买的次级债从附属资本中扣除。

银监会副主席王兆兴在 2009 年接受采访时说，银监会目前要求大型银行和中小型银行的最低资本充足率不得低于 11%和 10%。我们认为这仅是银监会最低要求，绝不是说 11%就已足够。通过与上市银行的沟通，我们发现银监会事实上要求各银行将其资本充足率保持在更高的水平上。

根据我们的估算，在当前较高的资本充足率要求下，上市银行需要进一步股权融资 2,700 亿人民币和 4,400 亿人民币。最终的具体数额取决于监管部门的审批和市场条件。

图表 47. 2010 年上市银行潜在股权融资(十亿 人民币)

(十亿 人民币)	情景 1: 2010 年大型银行、 股份制银行和城市商业银 行的资本充足率分别为 12%、11%和 14%	情景 2: 2010 年大型银行、 股份制银行和城市商业银 行的资本充足率分别为 13%、12%和 15%。
风险加权资产/总资产比例 维持在 09 年三季度末水平	2,70	4,00
风险加权资产/总资产比例 提高 1%	3,00	4,40

注：假设股权融资占总融资需求的 80%

资料来源：公司数据，中银国际研究

3. 新巴塞尔协议的执行

2007 年 2 月，银监会发布《中国银行业实施新资本协议指导意见》。《意见》中要求，拥有较多海外子公司和国际业务的大型商业银行从 2010 年末开始遵循新巴塞尔协议的标准。银监会从 2007 年开始以新协议为基础，针对新资本管理出台了一系列指导意见和草案。目前，七家银行(工行、中行、建行、农行、国开行、交行和招行)已经开展了新协定的试点工作，预计将在今年底全面执行。

图表 48. 国内银行新巴塞尔协议执行时间表

2007-2010 年	新框架指导和影响评估宣布。
2010 年末	合格银行将执行新的框架协定，以内部利率为基础的方法覆盖范围将不超过 50%的信贷风险。
3 年过渡期	资本充足率和资金下限要求并行执行，以内部利率为基础的方法覆盖范围不超过 80%的信贷风险，并且覆盖不超过 90%的市场风险。

资料来源：银监会，中银国际研究

在资本压力和未来持续扩张的要求下，融资将成为中国银行业的必然选择。今年截至目前，14 家上市银行中的十家已经宣布/执行了融资计划(总额为 2,130 亿人民币)，我们认为其他四家银行将紧随其后。

图表 49. 已宣布/执行融资计划的上市银行

银行	融资规模(十亿 人民币)	融资种类	时间表
其他银行	40	A 股可转债	2010 年
民生银行	30	H 股首发上市	2009 年 11 月
中信银行	25	次级债/混合债	2010/2011
招商银行	22	A 和 H 股配股	2010 年上半年
兴业银行	18	A 股配股	2010 年上半年
浦发银行	15	定向增发	2009 年 9 月
深发展	11	定向增发	2010 年 4 月底前
宁波银行	5	定向增发	2010 年上半年
南京银行	5	A 股配股	2010 年上半年
交通银行	42	A 和 H 股配股	2010 年底
总计	213		

资料来源：公司数据，中银国际研究

根据我们的分析，在严格的资本充足率要求下，上市银行需要通过股权融资再募集 4,400 亿人民币。假设所有上市银行都通过增发融资，那么其 2010 年平均每股收益将被摊薄 9.1% 左右，而平均每股账面价值将提高 10.7% 左右。如果所有上市银行通过配股融资，那么其 2010 年每股收益平均将被摊薄 15.0%，每股账面价值将提升 3.1%。

图表 50. 募集资金数额示例分析及对估值的影响

百万 人民币	工行	其他	建行	交行	招行	中信	兴业	浦发	深发	民生	华夏	宁波	南京	北京	总额/平均
1 级资本充足率	556,152	507,681	484,093	135,151	73,877	93,248	55,712	62,822	18,379	59,700	28,428	9,079	10,001	33,621	2,127,943
总资本	710,701	630,131	612,577	209,417	117,801	106,515	78,405	94,452	30,401	85,100	42,039	10,196	11,354	40,221	2,779,310
风险加权资产	564,046	541,815	505,841	167,263	111,762	947,639	734,222	929,541	353,674	992,999	416,227	90,611	85,980	268,355	2,372,660
1 级资本充足率(%)	9.86	9.37	9.57	8.08	6.61	9.84	7.50	6.76	5.20	6.02	6.83	10.02	11.63	12.53	8.97
总资本充足率(%)	12.60	11.63	12.11	12.52	10.54	11.24	10.63	10.16	8.60	8.57	10.10	11.25	13.21	14.99	11.71
风险加权资产/总资产(%)	48.33	64.98	54.08	50.60	55.41	66.32	57.98	58.56	63.81	70.78	50.54	62.72	58.66	53.49	55.77
2010 年预期贷款增长率(%)	13	13	13	15	15	15	15	15	16	16	15	20	20	20	14
2010 年目标资本充足率(%)	13.0	13.0	13.0	13.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	15.0	15.0	15.0	15.0
总需求资本(百万 人民币)	871,102	832,421	779,531	262,655	161,730	136,725	106,162	134,381	51,503	144,384	60,333	17,067	16,212	50,683	3,624,883
差额(百万人民币)	(133,196)	(181,090)	(142,880)	(38,965)	(28,325)	(17,524)	(15,756)	(29,383)	(16,039)	(15,743)	(14,898)	(5,901)	(4,306)	(4,514)	(648,520)
股权融资(百万 人民币)*	(106,557)	(87,000)	(114,304)	(31,172)	(22,000)	0	(18,000)	(23,507)	(11,000)	0	(11,918)	(5,000)	(5,000)	(3,611)	(496,940)
融资占 A 股自由流通股比率%*	70	268	108	11	5	0	13	19	17	0	31	31	25	6	43
融资占 H 股自由流通股比率%	21	30	17	9	19	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 年市盈率(倍)	13.80	13.40	13.41	16.02	13.73	19.53	13.20	13.62	15.66	13.48	17.20	26.27	19.29	18.76	16.24
2009 年市净率(倍)	2.55	2.06	2.66	2.60	2.45	2.83	2.87	2.64	3.39	1.86	1.92	3.98	2.59	2.71	2.65
融资前 2010 年预期市盈率(倍)	12.00	10.72	11.66	13.93	11.94	16.98	11.48	11.84	13.61	11.72	14.96	22.84	16.78	16.31	14.06
融资前 2010 年预期市净率(倍)	2.33	1.92	2.42	2.35	2.12	2.55	2.45	2.24	2.86	1.67	1.75	3.64	2.40	2.43	2.37
通过增发融资(10%价格折让)															
每股收益摊薄***(%)	(6.5)	(8.4)	(8.4)	(7.4)	(9.3)	0.0	(10.3)	(12.7)	(15.0)	0.0	(18.7)	(12.6)	(15.0)	(3.7)	(9.1)
每股账面价值增厚(%)	7.2	6.1	10.0	8.3	8.5	0.0	12.4	12.9	23.7	0.0	10.8	28.8	17.4	4.4	10.7
融资后 2010 年预期市盈率(倍)	12.84	11.70	12.73	15.04	13.16	16.98	12.79	13.56	16.03	11.72	18.40	26.13	19.74	16.94	15.56
融资后 2010 年预期市净率(倍)	2.18	1.81	2.20	2.17	1.96	2.55	2.18	1.99	2.31	1.67	1.58	2.83	2.04	2.32	2.13
配股融资(50%价格折让)															
每股收益摊薄(%)	(11.2)	(21.5)	(14.2)	(12.6)	(15.5)	0.0	(17.1)	(20.7)	(24.2)	0.0	(29.3)	(20.6)	(24.1)	(6.5)	(15.5)
每股账面价值增厚(%)	1.9	(0.9)	3.0	2.2	1.0	0.0	3.8	2.5	10.4	0.0	(3.6)	17.0	4.8	1.4	3.1
融资后 2010 年预期市盈率(倍, 行权价)	12.76	12.19	12.63	14.93	13.04	16.98	12.66	13.39	15.78	11.72	18.05	25.81	19.44	16.88	15.45
融资后 2010 年预期市净率(倍, 行权价)	2.16	1.73	2.19	2.16	1.94	2.55	2.16	1.96	2.28	1.67	1.55	2.79	2.01	2.32	2.10

*假设 80% 的资金需求通过在资本市场融资满足；对于已经宣布股权融资计划的银行，以其公布的数字为准；民生银行已经完成了 H 股上市，中信银行将通过发行次级债融资。

** 对 A、H 两地上市银行，假设两地市场各募集资金 50%。

***假设 2010 年所有上市银行的利润增长 15%。

资料来源：公司数据，中银国际研究

附录三、利率和资本充足率

利率政策

央行负责制定基础利率和贷款利率。贷款利率可以比基准利率低 10%，上浮空间没有限制。存款利率可以接近为 0%，但是不许上浮

央行负责制定基础利率和贷款利率。贷款利率可以比基准利率下浮 10%，上浮空间没有限制。存款利率可以接近为 0%，但是不许上浮。

图表 51. 贷款基准利率

日期	6 个月以内(%, 包括 6 个月)	6 个月到 1 年 (%, 包括 1 年)	1 年到 3 年 (%, 包括 3 年)	3 年到 5 年 (%, 包括 5 年)	5 年以上(%)
1991.04.21	8.10	8.64	9.00	9.54	9.72
1993.05.15	8.82	9.36	10.80	12.06	12.24
1993.07.11	9.00	10.98	12.24	13.86	14.04
1995.01.01	9.00	10.98	12.96	14.58	14.76
1995.07.01	10.08	12.06	13.50	15.12	15.30
1996.05.01	9.72	10.98	13.14	14.94	15.12
1996.08.23	9.18	10.08	10.98	11.70	12.42
1997.10.23	7.65	8.64	9.36	9.90	10.53
1998.03.25	7.02	7.92	9.00	9.72	10.35
1998.07.01	6.57	6.93	7.11	7.65	8.01
1998.12.07	6.12	6.39	6.66	7.20	7.56
1999.06.10	5.58	5.85	5.94	6.03	6.21
2002.02.21	5.04	5.31	5.49	5.58	5.76
2004.10.29	5.22	5.58	5.76	5.85	6.12
2006.04.28	5.40	5.85	6.03	6.12	6.39
2006.08.19	5.58	6.12	6.30	6.48	6.84
2007.03.18	5.67	6.39	6.57	6.75	7.11
2007.05.19	5.85	6.57	6.75	6.93	7.20
2007.07.21	6.03	6.84	7.02	7.20	7.38
2007.08.22	6.21	7.02	7.20	7.38	7.56
2007.09.15	6.48	7.29	7.47	7.65	7.83
2007.12.21	6.57	7.47	7.56	7.74	7.83
2008.09.16	6.21	7.20	7.29	7.56	7.74
2008.10.09	6.12	6.93	7.02	7.29	7.47
2008.10.30	6.03	6.66	6.75	7.02	7.20
2008.11.27	5.04	5.58	5.67	5.94	6.12
2008.12.23	4.86	5.31	5.40	5.76	5.94

资料来源：中国人民银行、中银国际研究

图表 52.基准存款利率

日期	活期(%)			定期存款(%)			
	存款	3个月	6个月	1年	2年	3年	5年
1990.04.15	2.88	6.30	7.74	10.08	10.98	11.88	13.68
1990.08.21	2.16	4.32	6.48	8.64	9.36	10.08	11.52
1991.04.21	1.80	3.24	5.40	7.56	7.92	8.28	9.00
1993.05.15	2.16	4.86	7.20	9.18	9.90	10.80	12.06
1993.07.11	3.15	6.66	9.00	10.98	11.70	12.24	13.86
1996.05.01	2.97	4.86	7.20	9.18	9.90	10.80	12.06
1996.08.23	1.98	3.33	5.40	7.47	7.92	8.28	9.00
1997.10.23	1.71	2.88	4.14	5.67	5.94	6.21	6.66
1998.03.25	1.71	2.88	4.14	5.22	5.58	6.21	6.66
1998.07.01	1.44	2.79	3.96	4.77	4.86	4.95	5.22
1998.12.07	1.44	2.79	3.33	3.78	3.96	4.14	4.50
1999.06.10	0.99	1.98	2.16	2.25	2.43	2.70	2.88
2002.02.21	0.72	1.71	1.89	1.98	2.25	2.52	2.79
2004.10.29	0.72	1.71	2.07	2.25	2.70	3.24	3.60
2006.08.19	0.72	1.80	2.25	2.52	3.06	3.69	4.14
2007.03.18	0.72	1.98	2.43	2.79	3.33	3.96	4.41
2007.05.19	0.72	2.07	2.61	3.06	3.69	4.41	4.95
2007.07.21	0.81	2.34	2.88	3.33	3.96	4.68	5.22
2007.08.22	0.81	2.61	3.15	3.60	4.23	4.95	5.49
2007.09.15	0.81	2.88	3.42	3.87	4.50	5.22	5.76
2007.12.21	0.72	3.33	3.78	4.14	4.68	5.40	5.85
2008.10.09	0.72	3.15	3.51	3.87	4.41	5.13	5.58
2008.10.30	0.72	2.88	3.24	3.60	4.14	4.77	5.13
2008.11.27	0.36	1.98	2.25	2.52	3.06	3.60	3.87
2008.12.23	0.36	1.71	1.98	2.25	2.79	3.33	3.60

资料来源：中国人民银行、中银国际研究

按揭贷款现行政策

2010年1月,国务院明确要求二套房首付必须40%以上

从2008年12月22日开始,央行允许商业性个人住房贷款利率下浮幅度调整至基准利率的70%,最低首付比率为20%。根据银监会在2007年9月发布的通知,二套房的首付比率最低不得低于总价的40%,利率可在基准利率之上浮动。2008年12月国务院推出了新政策。对于有更新换代需求的二套房购房者,首付比率与贷款比率可与首次购房者相同。对于其他二套房购房者,虽然首付比率依然为40%,但是政府取消了对利率的限制,商业银行可自行决定其利率。2010年1月,国务院明确收紧房贷,要求对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的家庭,贷款首付款比例不得低于40%,贷款利率严格按照风险定价。

从目前的政策来看，二套房标准有严格的定义，意味着所有二套房均需支付至少 40% 的首付。同时，利率政策仍由银行自行决定。我们认为这首先反映了国家和监管机构对银行业长期利率自由化的一个支持，其次也让银行更合理的根据风险和收益制定价格。我们认为未来银行的房贷利率政策会有所分化。一些重视个贷市场份额重点抢占零售客户的银行仍给予优质客户优惠利率，而部分银行受额度、收益率以及长期发展战略的制约可能会提高利率。

图表 53. 近年来政策调整

	文件	一套房	首付比率(%)	利率	二套房	首付比率(%)	利率
27/9/2007	《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》(由央行和银监会联合下发)	建筑面积低于 90 平方米	20	约为基准利率的 90%	通过按揭购买, 持续购买其他住房	40	不低于由央行制定的基准利率的 1.1 倍
		建筑面积在 90 平方米以上	30				
5/12/2007	《补充通知》(由央行和银监会联合下发)	居住面积低于平均水平的家庭再次申请按揭贷款	20	利率与一套房贷款一致			
20/12/2008	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》(由国务院下发)	适用于已经通过按揭购买一套住房, 居住面积低于平均水平, 申请按揭贷款购买第二套住房以改善居住环境的个人	20	利率与一套房贷款一致	二套房(三套房等)	40	利率由商业银行决定
22/12/2008	个人按揭贷款利率最低可为基准利率的 70%(由央行下发)	适用于首次购房者或有更新换代需求的购房者	20	优惠政策			
7/1/2010	《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》(由国务院下发)		20		已经通过按揭购买一套住房, 继续购买第二套	40	根据风险上调利率

资料来源：中银国际研究

法定存款准备金率

央行针对存款类金融机构制定了法定存款准备金率。目前四大行的法定存款准备金率为 16.5%，除农村信用社以外的中小型企业银行则为 14.5%。

图表 54.历史法定存款准备金率

次数	时间	调整前(%)	调整后(%)	调整幅度 (百分点)
1	1984	-	央行要求对存款做出法定准备金保证。对企业存款、农村存款和储蓄存款的法定保证金率分别为 20%、25%和 40%。	-
2	1985-8-1	-	央行将所有存款种类的法定准备金率定为 10%	-
3	1987	10.0	12.0	2.0
4	1988-9-1	12.0	13.0	1.0
5	1998-3-21	13.0	8.0	(5.0)
6	1999-11-21	8.0	6.0	(2.0)
7	2003-9-21	6.0	7.0	1.0
8	2004-4-25	7.0	7.5	0.5
9	2006-7-5	7.5	8.0	0.5
10	2006-8-15	8.0	8.5	0.5
11	2006-11-15	8.5	9.0	0.5
12	2007-1-15	9.0	9.5	0.5
13	2007-2-25	9.5	10.0	0.5
14	2007-4-16	10.0	10.5	0.5
15	2007-5-15	10.5	11.0	0.5
16	2007-6-5	11.0	11.5	0.5
17	2007-8-15	11.5	12.0	0.5
18	2007-9-25	12.0	12.5	0.5
19	2007-10-25	12.5	13.0	0.5
20	2007-11-26	13.0	13.5	0.5
21	2007-12-25	13.5	14.5	1.0
22	2008-1-25	14.5	15.0	0.5
23	2008-3-18	15.0	15.5	0.5
24	2008-4-25	15.5	16.0	0.5
25	2008-5-20	16.0	16.5	0.5
26	2008-6-15	16.5	17.0	0.5
27	2008-6-25	17.0	17.5	0.5
28	2008-9-25	(大型金融机构) 17.5% (中小型金融机构) 17.5%	17.5 16.5	0.0 (1.0)
29	2008-10-15	(大型金融机构) 17.5% (中小型金融机构) 16.5%	17.0 16.0	(0.5) (0.5)
30	2008-12-5	(大型金融机构) 17.0% (中小型金融机构) 16.0%	16.0 14.0	(1.0) (2.0)
31	2008-12-25	(大型金融机构) 16.0% (中小型金融机构) 14.0%	15.5 13.5	(0.5) (0.5)
32	2010-1-18	(大型金融机构) 15.5% (中小型金融机构) 13.5%	16.0 14.0	0.5 0.5
33	2010-2-25	(大型金融机构) 16.0% (中小型金融机构) 14.0%	16.5 14.5	0.5 0.5

资料来源：中国人民银行、中银国际研究

附录四、2010 年各上市银行预测及主要比率

图表 55.2010 年各银行预测

	工行	其他	建行	交行	招行	中信	兴业
贷款增长	预计贷款增长率约为 14%，略高于除 2009 年以外一般年份的平均贷款增长率。	新增贷款 7,000-9,000 亿人民币	新增贷款约为 7,500 亿人民币，增长率约为 16-17%	预计 2010 年全年贷款增长率为 18-20%，加强对政府相关贷款的风险控制	预计 2010 年全年贷款增长率为 20%，2010 年 1 季度新增贷款约为 800 亿人民币	2010 年贷款约为 2009 年的 70%，接近行业平均水平	预计 2010 年全年贷款增长率为 20%，2010 年 1 季度新增贷款约为 500-600 亿人民币
存款增长	存款增速同贷款大体一致，加强同业存款以降低成本		增加基础客户 - 和有更多结算业务的客户		截至 09 年末存款余额约为 1.4 万亿，2010 年目标增长率为 24%-25%	降低贷存比	2010 年将面临更多挑战
净息差	2010 年有所恢复，但是主要由货币政策调整以及包括政府相关项目贷款减少等资产结构调整拉动	通过资产结构调整提高净息差	略有恢复，但对保守	净息差主要由贷款结构调整和活期存款增长所拉动。09 年 4 季度净息差比 3 季度提高 10 个基点	通过增加公司业务提升净息差	持续恢复，但是 09 年 4 季度速度有所放缓。2010 年利率下浮的贷款预计不超过贷款总额的 45%	2010 年 1 季度略有增长，基准利率下浮的贷款占比从 09 年的 45%降至 35-40%
手续费收入	投资银行、理财和信用卡将是未来的增长点		-	信用卡业务预计将实现可观盈利，交易业务面临压力	2009 年总非息收入增长率约为 15%，预计 2010 年将有所提高	增长迅速	2010 年增长率高于 2009 年
资产质量	风控严格，减少向高风险行业贷款	资产质量没有实质性问题	加强风险管理与规模控制	截至 2009 年末覆盖率达到 150%	由于目前 250% 的水平过高，覆盖率可能下滑	09 年双降，已完成 20 亿人民币清收	预计 10 年 1 季度出现双降，但是我们对 2010 年政府相关贷款业务略感担忧。预计 2010 年拨备覆盖率将超过 200%
融资计划	目前没有详细的融资计划		目前没有详细的融资计划	420 亿 A+H 配股计划	配股正在进行，完成后在 2013 年以前没有任何资本金压力	2010 年和 2011 年发行 250 亿人民币次级债	如果配股完成，那么 2013 年以前没有融资需求
独特之处	继续实行国际化，扩大零售业务	2010 年策略：提高盈利能力，实现总量增长	-	-	新巴塞尔资本协定产生积极影响	2010 年开设 50-60 个新的分支机构	随着银行间市场利率上升，提高收益率，锁定成本低、久期长的资金

资料来源：公司数据，中银国际研究

续..图表 55.2010 年各银行预测

	浦发	深发	民生	华夏	宁波	南京
贷款增长	预计 2010 年全年贷款增长率为 15%-18%，政府相关贷款依然占比很重	贷款增长率高于行业平均水平，预计 2010 年 1 季度新增贷款约占全年贷款的 30%-40%	预计 2010 年贷款增长 20%	在资本充足率保持 10% 的要求下，预计贷款增长率为 14-15%	贷款增长率约为 30%	根据融资计划，资产增长率为 25%
存款增长	-	延长久期，提高保证金存款的利率	存款增长取决于大量分支机构的设立	将加强存款基础、扩大市场份额作为分支行的考核指标	高于 20%	-
净息差	净息差由高成本存款到期所拉动；定价能力依然较差	提高中小企业贷款占比，降低按揭贷款占比，从而提高净息差	通过强调资本管理和约束促进结构调整	通过结构调整提高贷款收益率、降低存款成本	09 年 4 季度净息差改善有限；定价能力依然很弱	根据日均数据，09 年 4 季度净息差小幅上升
手续费收入	信用卡战略保守；公司业务手续费收入表现较好	基数较低，增长迅速	与 2009 年相比情况较好	基数较低，增长迅速，预计将开展投资银行和财务咨询业务	基数较低，增长快速	由于基数较低，增长率高；债券资产依然面临压力
资产质量	不良贷款率低于 1%；高拨备覆盖率有助公司发展	2010 年覆盖率为 150%，信贷成本可能降至 0.6-0.7%	商贷通的风险依然是隐忧	加强风险控制，严格控制新增不良贷款	不良贷款率下降	拨备压力较小；不良贷款减少
融资计划	资本充足率低于监管要求，但是目前没有新的融资计划	如果截止到 4 月 30 日，与平安的交易仍未获得批准，那么最后期限可能被进一步延长	2013 年之前没有融资需求	目前没有详细的融资计划	50 亿人民币定向增发有待审批通过	与投资者就 50 亿配股计划沟通
独特之处	-	在贸易融资方面具有优势	2010 年和 2011 年开设 100 和 120 个分支机构，利用 2-3 年改善事业部和分行之间的定价机制	-	-	-

资料来源：公司数据，中银国际研究

附录五、业绩预测

图表 56.2009 年和 2010 年 1 季度业绩预测

股票代码	名称	年报预计披露日	2009 年业绩预测 (百万人民币)	同比增幅 (%)	2010 年 1 季度业绩预测 (百万人民币)	同比增幅 (%)
1398.HK/601398.SS	工行	2010-4-1	127,268	15	41,949	19
3398.HK/601988.SS	其他	2010-3-24	78,976	23	22,412	21
0939.HK/601939.SS	建行	2010-3-29	102,833	11	31,911	22
3328.HK/601328.SS	交行	2010-3-31	27,069	(5)	9,804	24
3968.HK/600036.SS	招行	2010-3-24	16,394	(17)	4,976	18
0998.HK/601998.SS	中信	2010-4-29	15,001	12	4,828	50
1988.HK/600016.SS	民生	2010-3-26	12,733	62	2,993	20
600000.SS	浦发	2010-4-29	13,184	5	4,143	40
000001.SZ	深发	2010-3-12	4,971	716	1,329	18
601166.SS	兴业	2010-3-4	13,227	16	3,878	32
600015.SS	华夏	2010-3-30	3,350	9	1,116	59
002142.SZ	宁波	2010-2-26	1,466	10	423	20
601009.SS	南京	2010-4-1	1,613	11	472	14
601169.SS	北京	2010-4-28	5,502	2	1,894	26

资料来源：上交所、深交所、中银国际研究

研究报告中所提及的有关上市公司

北京银行(601169.SS/人民币 15.34, 持有)

交通银行(3328.HK/港币 7.99, 卖出; 601328.SS/人民币 8.05, 持有)

南京银行(601009.SS/人民币 16.11, 持有)

宁波银行(002142.SZ/人民币 14.92, 买入)

建设银行(0939.HK/港币 5.93 ; 601939.SS/人民币 5.57, 买入)

招商银行(3968.HK/港币 17.92 ; 600036.SS/人民币 14.70, 买入)

中信银行(0998.HK/港币 5.32, 持有 ; 601998.SS/人民币 6.73, 卖出)

华夏银行(600015.SS/人民币 10.65, 买入)

工商银行(1398.HK/港币 5.57; 601398.SS/人民币 4.83, 持有)

兴业银行(601166.SS/人民币 33.08, 持有)

民生银行(1988.HK/港币 7.80 ; 600016.SS/人民币 7.16, 买入)

浦发银行(600000.SS/人民币 19.49, 持有)

深发展(000001.SZ/人民币 21.55, 持有)

以2010年2月23日当地货币收市价为标准, 招商银行收盘价考虑了配股权

本报告所有数字均四舍五入

增持(OVERWEIGHT)/买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数升幅多于10% ; 减持(UNDERWEIGHT)/卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数降幅多于10%。未有评级(NR)。中立(NEUTRAL)/持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数在下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 24 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为卖出或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或賣出)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371