

工行、中行和建行进入稳步增长长期

——三大国有银行业绩对比分析

2010 年 3 月 31 日

看好/维持

银行业

深度报告

投资摘要:

- **利润快速增长后将回归正常。**09 年工行、中行和建行净利润增速分别达到 16.37%、31.16 和 15.32%。三家银行 09 年利润增长具有共同特点：一是资产减值准备大幅减少；二是手续费及佣金获得较快增长，两者成为净利润增长的主要贡献力量。但资产减值准备大幅减少不具长期性，2010 年三家银行利润增速将回归常态。
- **资产质量整体得到好转。**三家银行 09 年不良实现双降。工商银行、中国银行和建设银行的不良率分别是 1.54%、1.52%和 1.50%。但中国银行持有的欧元债券（70.2 亿人民币）和建设银行贷给迪拜集团的 10 亿美元贷款对未来资产有一定影响。拨备覆盖率均超过 150%。
- **政府融资平台贷款风险可控。**三家银行政府融资平台贷款 09 年有较大增幅。但行业投放数据显示，行业不良率并未出现上升迹象。同时，三家银行对融资平台把控较为严格，后期风险较小。
- **再融资压力逐步释放使业务发展获得支撑。**中国银行和工商银行公布再融资方案，采取可转债和 H 股融资，减轻了对 A 股市场融资压力，建行可能也采取同样方式融资。
- **多种因素推动三家银行利润稳步增长。**存贷比较低为贷款增长留有空间、存款活期化有利降低资金成本、票据贴现调整对利息收入贡献大、房贷优惠政策逐步取消有利银行净息差提升。
- **维持工商银行、建设银行“推荐”投资评级，中国银行“中性”投资评级。**三家银行各具特点，但从发展潜力来讲，更倾向于工商银行未来的增长空间。

三家银行盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	08A	09E	10E	08A	09E	10E		
工商银行	0.39	0.46	0.58	12.94	10.65	8.45	2.16	推荐
中国银行	0.32	0.39	0.46	13.47	10.82	9.18	1.79	中性
建设银行	0.46	0.55	0.64	12.41	10.31	8.86	2.10	推荐

王保伦

银行业分析师

010-6650 7331

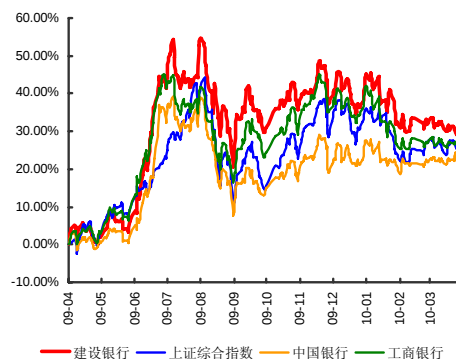
wangblun@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	14	0.88%
重点公司家数	14	100%
行业市值	59833.16 亿元	20.82%
流通市值	3229.97 亿元	20.87%
行业平均市盈率	13.13	/
市场平均市盈率	23.03	/

银行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 利润增长由回升向常态转变	4
1.1 三大国有银行利润增速逐步回升	4
1.2 非经营因素成为利润增长的主要动力	4
1.3 以量补价使利息净收入减幅收缩	5
2. 支出减少强贡献利润增长但不具持续性	7
2.1 资产减值准备促使支出减少	7
2.2 成本收入比上升并非表明管理费用绝对上升	8
3. 收入构成结构的格局未发生转变	8
3.1 营业收入构成主体并未发生大的改观	8
3.2 公司金融业务依然分部构成主体	10
4. 资产质量整体向好	11
4.1 不良实现双降	11
4.2 逾期贷款和重组贷款总量下降	12
4.3 拨备覆盖率满足监管要求并达到新的高点	13
4.4 政府融资平台贷款风险可控	13
4.5 资产质量的潜存问题	15
5. 三大行的盈利能力差距逐步缩小	16
5.1 加权净资产收益率高位小幅上升	16
5.2 派息率下降但维持高位	16
5.3 未分配利润大幅增加提升公司内在价值	17
6. 影响未来发展的几个因素	17
6.1 再融资压力逐步释放使业务发展获得支撑	17
6.2 存贷比较低为贷款增长留有空间	18
6.3 存款活期化有利降低资金成本	19
6.4 票据贴现调整对利息收入贡献大	20
6.5 房贷优惠政策逐步取消有利银行净息差提升	20
7. 维持工商银行和建设银行“推荐”评级	21

表格目录

表 1: 三家国有大银行利润增速逐步回归常态	4
表 2: 各项收支对净利润的贡献度	5
表 3 三大国有银行利润增长的主要因素	5
表 4: 三大国有银行净息差均出现大幅下降	6
表 5: 三大国有银行净息差出现回升迹象	6
表 6: 三大国有银行贷款规模出现大幅增加	6
表 7: 利息因素对三大行净利息收入贡献为负	7
表 8: 资产减值损失大幅减少	8
表 9: 营业支出因资产减值损失减少而下降	8
表 10: 09 年三大行成本收入比出现小幅上升	8
表 11: 三大国有银行收入中间业务收入占比有所提升	9
表 12: 银行收入构成逐步多元化	10
表 13: 三大银行不良实现双降	11
表 14: 各项贷款迁徙率向良好方向发展	12
表 15: 逾期贷款和重组贷款整体下降	12
表 16: 拨备覆盖率获得提升并达到监管标准	13
表 17: 贷款投向发生微微变化倾向政府项目	14
表 18: 中行持有欧洲相关国家债券	15
表 19: 三大银行的盈利能力逐步提高	16
表 20: 三大行派息率虽有下降但维持高位	16
表 21: 三大银行的未分配利润大幅提升	17
表 22: 三大银行的内在价值获得提升	17
表 23: 三大银行的资本充足率并非完全满足监管标准	18
表 24: 核心资本充足率满足监管要求并处于高位	18
表 25: 三大行的存贷比维持低位	18
表 26: 三大行活期存款占比小幅上升	19
表 27: 三大银行平均存款的平均付息率	19
表 28: 票据贴现收益率明显降低	20
表 29 个人住房贷款占个人贷款绝大比例	21

1. 利润增长由回升向常态转变

1.1 三大国有银行利润增速逐步回升

三大国有银行公布 09 年报显示，经历 08 年下半年和 09 年上半年低迷期后，三家国有银行净利润已逐步好转回升，均在 09 年中期出现触底反弹，特别是中国银行和建设银行，09 年 3 季度扭转负增长态势实现小幅正增长。

利润总额方面，工商银行稳坐第一把交椅，总量达到 129.35 亿元；净利润增速方面，中国银行反弹力度最大，较 08 年回升 26.23pc 至 31.16%，其他两家增速均低于 08 年一半略多。

参考以往三家银行利润增速情况，中国银行受金融危机程度最大，事后反弹力度最大；但 2010 年经济逐步恢复正常，银行业经营回归常态，在不考虑拨备回拨或减少计提的情况，中国银行的利润增速将回归到正常水平，工商银行和建设银行的利润增速将会超过中国银行。

表 1：三家国有大银行利润增速逐步回归常态

	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
净利润								
工商银行	332.82	648.79	930.77	1,111.51	352.89	666.13	1,004.33	1,293.50
中国银行	229.93	445.01	617.90	650.73	192.86	432.34	650.79	853.49
建设银行	321.29	586.92	842.67	926.42	262.76	558.41	861.62	1,068.36
同比增速								
工商银行	76.17	57.48	45.70	35.57	6.03	2.67	7.90	16.37
中国银行	71.41	35.98	23.62	4.93	-16.12	-2.85	5.32	31.16
建设银行	/	71.34	47.58	33.99	-18.22	-4.86	2.25	15.32

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1.2 非经营因素成为利润增长的主要动力

三大国有银行 09 年利润增长具有共同特点：一是资产减值准备大幅减少；二是手续费及佣金获得较快增长，两者成为净利润增长的主要贡献力量。

资产减值准备减少是利润增长中各项收支贡献最大的，主要得益于经济好转和资产质量回升，它分别为工商银行、中国银行和建设银行净利润增长分别贡献了 177.53%、148.18%和 178.73%。

手续费及佣金净收入主要得益于经济好转和资本市场回暖，它分别为工商银行、中国银行和建设银行净利润增长分别贡献了 61.24%、29.92%和 67.73%。

三大国有银行 09 年利润增长的不同点体现在：一是汇兑收益对中国银行正贡献达到 117%，其他两家则是负贡献；二是投资净收益对中国银行为负贡献，其他两家则是正贡献；三是利息净收入对中国银行（-20.00%）的负贡献明显小于其他两家（工行，

94.60%；建行，91.83%）。这三点最终体现在中国银行的营业收入正面贡献净利润，而其他两家则均为负贡献。

表 2：各项收支对净利润的贡献度

	工商银行	中国银行	建设银行
营业收入	-1.67%	19.28%	-2.28%
利息净收入	-94.60%	-20.00%	-91.83%
手续费及佣金净收入	61.24%	29.92%	67.73%
投资净收益	36.02%	-64.51%	47.53%
公允价值变动净收益	-0.16%	-42.98%	-7.42%
汇兑净收益	-2.17%	117.17%	-20.37%
其他业务净收益	-1.74%	-1.06%	1.15%
营业支出	-125.10%	-101.08%	-136.10%
营业税金及附加	-3.34%	1.37%	1.26%
管理费用	56.03%	44.97%	40.43%
资产减值损失	-177.53%	-148.18%	-178.73%
利润总额	120.59%	122.54%	133.75%
减：所得税	20.59%	22.54%	33.75%
净利润	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 3 三大国有银行利润增长的主要因素

	金额(亿元)			变化(亿元)		增速(%)	
	2007	2008	2009	08-07	09-08	08/07	09/08
工商银行							
手续费及佣金净收入	343.84	440.02	551.47	96.18	111.45	127.97%	25.33%
资产减值损失	374.06	555.28	232.19	181.22	-323.09	148.45%	-58.19%
净利润	819.9	1,111.51	1,293.50	291.61	181.99	135.57%	16.37%
中国银行							
手续费及佣金净收入	274.88	399.47	460.13	124.59	60.66	145.33%	15.19%
资产减值损失	82.52	450.31	149.87	367.79	-300.44	545.70%	-66.72%
净利润	620.17	650.73	853.49	30.56	202.76	104.93%	31.16%
建设银行							
手续费及佣金净收入	313.13	384.46	480.59	71.33	96.13	122.78%	25.00%
资产减值损失	275.95	508.29	254.6	232.34	-253.69	184.20%	-49.91%
净利润	691.42	926.42	1,068.36	235	141.94	133.99%	15.32%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1.3 以量补价使利息净收入减幅收缩

三大国有银行利润减少的主要因素是利息净收入减少造成。利息净收入减少的主要原因是净息差下降造成，贷款规模在一定程度延缓了净利润下降幅度。

三大国有银行净息差 09 年较 08 年均出现大幅下降，其中建设银行下降幅度最大，达 83BP；其次是工商银行（69BP）和中国银行（59BP）。净息差大幅下降的主要原因，一是利率下调；二是 7 折房贷；三是经济下滑；四是货币供应过度充裕。

2009 年下半年，造成净息差下降的不利因素逐步减弱，三大行的净息差出现企稳回升迹象，工商银行率先小幅回升，其他两家基本企稳。

09 年超量贷款规模延缓了三大国有银行利润下降幅度。中国银行贷款规模引领全行业，成为贷款投放量最大的银行，09 年新增贷款规模为 16078 亿元；其次是工商银行（11472 亿元）和建设银行（10094 亿元）。

三大国有银行的贷款增速也出现少有的冒进，其中中国银行最为突出，达到 50.41%，是 08 年贷款增速的 3.19 倍；其次是建设银行（27.4%）和工商银行（25.86%），分别是 08 年贷款增速的 1.75 倍和 2.14 倍。

三大国有银行 09 年相对 08 年利息净收入方面，规模因素对利息净收入贡献为正，利息因素对利息净收入贡献为负，最终导致三大行利息净收入出现明显减少，其中工商银行减少数量最多，达到 172.16 亿元；中国银行减少最少，仅为 40.55 亿元。

2010 年，三大国有银行随着定价权加强和资产结构调整，净息差将延续回升态势。在贷款规模基本确定背景下，净息差回升对利润增加的重要性增强。

表 4：三大国有银行净息差均出现大幅下降

	2007	2008	2009	09-08
工商银行	2.80%	2.95%	2.26%	-0.69%
中国银行	2.76%	2.63%	2.04%	-0.59%
建设银行	3.18%	3.24%	2.41%	-0.83%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 5：三大国有银行净息差出现回升迹象

	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
工商银行	2.82%	2.28%	2.12%	2.10%	2.14%
中国银行	2.54%	2.08%	1.94%	1.95%	1.94%
建设银行	3.10%	2.56%	2.35%	2.29%	2.28%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所（期初期末余额计算所得）

表 6：三大国有银行贷款规模出现大幅增加

	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
工商银行								
发放贷款及垫款（亿元）	41338.24	42333.18	42929.91	44360.11	50729.07	53001.16	54416.98	55831.74
同比增速（%）	11.83	11.08	9.07	12.09	22.72	25.2	26.76	25.86
新增贷款（亿元）	1762.82	994.94	596.73	1430.2	6368.96	2272.09	1415.82	1414.76
中国银行								
发放贷款及垫款（亿元）	29803.58	31419.72	31868.75	31896.52	36996.15	42057.97	45923.21	47974.08
同比增速（%）	19.67	22.15	16.24	15.8	24.13	33.86	44.1	50.41

新增贷款（亿元）	2258.65	1616.14	449.03	27.77	5099.63	5061.82	3865.24	2050.87
建设银行								
发放贷款及垫款（亿元）	33446.6	34459.65	35332.04	36835.75	42042.66	44091.52	45632.08	46929.47
同比增速（%）	/	11.86	11.35	15.72	25.7	27.95	29.15	27.4
新增贷款（亿元）	1614.31	1013.05	872.39	1503.71	5206.91	2048.86	1540.56	1297.39

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 7：利息因素对三大行净利息收入贡献为负

工商银行				中国银行				建设银行			
规模因素		利率因素	变动	规模因素		利率因素	变动	规模因素		利率因素	变动
资产				资产				资产			
客户贷款及垫款	50780	(80744)	(29964)	发放贷款	62645	(70579)	(7934)	客户贷款和垫款总额	59058	(70948)	(11890)
证券投资	4275	(10733)	(6458)	债券投资	6484	(16433)	(9949)	债券投资	3848	(12059)	(8211)
非重组类证券投资	5403	(10331)	(4928)					存放中央银行款项	3732	(3181)	551
重组类证券投资	(1128)	(402)	(1530)					存拆放同业	(163)	(1068)	(1231)
存放中央银行款项	3989	(3262)	727	存放中央银行	3460	(3128)	332	买入返售金融资产	8683	(4939)	3744
存拆放同业	6404	(5405)	999	存拆放同业	6379	(14331)	(7952)	利息收入变化	75158	(92195)	(17037)
利息收入变化	65448	(100144)	(34696)	利息收入变化	78968	(104471)	(25503)				
负债				负债				负债			
存款	27061	(42068)	(15007)	吸收存款	27171	(44850)	(17679)	客户存款	28012	(34196)	(6184)
同业存拆入	1376	(4398)	(3022)	同业存拆入	6238	(9496)	(3258)	同业存拆入	2654	(655)	1999
应付次级债券	612	(63)	549	其他借入资金	(266)	(245)	(511)	卖出回购金融资产	(391)	(169)	(560)
								已发行债务证券	1558	(543)	1015
								其他计息负债	(268)	(4)	(272)
利息支出变化	29049	(46529)	(17480)	利息支出变化	33143	(54591)	(21448)	利息支出变化	31565	(35567)	(4002)
利息净收入变化	36399	(53615)	(17216)	利息净收入	45825	(49880)	(4055)	利息净收入变化	43593	(56628)	(13035)

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2. 支出减少强贡献利润增长但不具持续性

2.1 资产减值准备促使支出减少

09 年支出减少对银行利润增长形成较大贡献，其中资产减值准备下降是主要因素。减值准备下降主要得益于资产质量改善和经济回暖，中国银行更是受益美国经济好转。

工商银行、中国银行和建设银行资产减值损失分别减少 323 亿、300 亿和 253 亿，对净利润贡献也分别达到 177.53%、148.18%和 178.73%。

减值准备下降也使 09 年三大行的营业支出出现明显下降，工商银行、中国银行和建设银行分别减少了 227 亿元、205 亿元和 193 亿元。

表 8：资产减值损失大幅减少

	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	09-08
工商银行	84.73	183.15	338.92	555.28	42.03	102.12	147.83	232.19	-323.09
中国银行	24.67	171.44	263.13	450.31	58.43	100.81	117.3	149.87	-300.44
建设银行	15.55	139.06	218.27	508.29	89.95	128.19	162.89	254.6	-253.69

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 9：营业支出因资产减值损失减少而下降

	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	09-08
工商银行	323.31	714.55	1122.12	1662.27	274.09	632.86	985.47	1434.6	-227.67
建设银行	232.43	596.54	902.78	1489	315.95	588	863.59	1295.82	-193.18
中国银行	253.53	619.17	970.93	1421.35	253.22	520.14	843.5	1216.4	-204.95

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2.2 成本收入比上升并非表明管理费用绝对上升

三大国有银行 09 年成本收入比均出现不同程度回升。其中中国银行回升幅度最大，达 3.6pc 至 37.15%，也是三大行成本收入比最高的银行；工商银行较建设银行的成本收入比提升幅度略高，但两者整体基本持平。

造成成本收入比有所提升的主要原因，一是收入明显下降；二是薪酬有所增加。三大行均对业务费用进行有效管理，尤其是建设银行，在对职工费用有效控制同时，大幅压缩业务费用，使 09 年业务费用减少 5.41 亿元。

2010 年，随着营业收入增多，三大行的成本收入比将比 09 年有所下降，回归常态。

表 10：09 年三大行成本收入比出现小幅上升

(百万元)	工商银行				中国银行				建设银行		
	2008	2009	变化		2008	2009	变化		2008	2009	变化
职工费用	53,252	60,490	7,238	员工费用	39,865	45,474	5,609	员工成本	46,657	51,138	4,481
折旧	7,815	9,043	1,228	折旧和摊销	8,160	8,691	531	物业及设备支出	14,957	16,755	1,798
资产摊销	1,675	1,957	282	/	/	/	/	/	/	/	/
业务费用	28,764	30,213	1,449	业务费用	23,932	26,911	2,979	其他	20,548	20,007	-541
合计	91,506	101,703	10,197	合计	71,957	81,076	9,119	合计	82,162	87,900	5,738
成本收入比	29.54%	32.87%	3.33%	成本收入比	33.55%	37.15%	3.60%	成本收入比	30.71%	32.90%	2.19%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

3. 收入构成结构的格局未发生转变

3.1 营业收入构成主体并未发生大的改观

传统的利息净收入占比继续呈现下降趋势，但依然占据三大国有银行营业收入主要位置，利息净收入占营业收入依然维持在 7 成左右。09 年中间业务占比较大提升，并非中间业务得到突飞猛进，而是利息净收入发展滞缓所致。

中国银行营业收入构成趋向均衡，利息净收入占比逐年下降至 09 年的 68.42%，手续费及佣金净收入占比已提升至 19.82%，如果再考虑到投资净收益，中国银行的非息收入占比已超 30%。中国银行的收入结构与其国际化程度、经济形势、奥运赞助等因素有关。

工商银行和建设银行的收入结构基本相似，利息净收入占比略超 79%，手续费及佣金净收入占比维持在 17%以上，两项收入增速几乎同步。这种相似性主要在于两者主要在国内经营，前期中间业务发展缓慢所致。

手续费及佣金净收入之外的非息收入，起伏较大，但因其项目多，占比小，对营业收入不构成直接重要影响。

表 11：三大国有银行收入中间业务收入占比有所提升

	工商银行			中国银行			建设银行		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
金额（亿元）									
利息净收入	2244.65	2630.37	2458.21	1527.45	1629.36	1588.81	1927.75	2249.2	2118.85
手续费及佣金净收入	343.84	440.02	551.47	274.88	399.47	460.13	313.13	384.46	480.59
投资净收益	20.4	33.48	99.04	-155.26	344.38	213.57	22	-8.5	58.97
公允价值变动净收益	-1.28	-0.71	-1.01	/	-5.29	-92.44	6.59	19.77	9.24
汇兑净收益	-68.81	-8.51	-12.46	/	-256.95	-19.38	-78.2	26.42	-2.5
其他业务净收益	-11.47	-1.35	-4.52	166.24	34.11	31.97	1.65	2.56	4.19
营业收入	2541.57	3097.58	3094.54	1806.69	2282.88	2321.98	2194.59	2675.07	2671.84
占比（%）									
利息净收入	88.32%	84.92%	79.44%	84.54%	71.37%	68.42%	87.84%	84.08%	79.30%
手续费及佣金净收入	13.53%	14.21%	17.82%	15.21%	17.50%	19.82%	14.27%	14.37%	17.99%
投资净收益	0.80%	1.08%	3.20%	-8.59%	15.09%	9.20%	1.00%	-0.32%	2.21%
公允价值变动净收益	-0.05%	-0.02%	-0.03%	0.00%	-0.23%	-3.98%	0.30%	0.74%	0.35%
汇兑净收益	-2.71%	-0.27%	-0.40%	0.00%	-11.26%	-0.83%	-3.56%	0.99%	-0.09%
其他业务净收益	-0.45%	-0.04%	-0.15%	9.20%	1.49%	1.38%	0.08%	0.10%	0.16%
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
增速（%）									
利息净收入	/	17.18%	-6.55%	26.54%	6.67%	-2.49%	37.34%	16.67%	-5.80%
手续费及佣金净收入	/	27.97%	25.33%	91.92%	45.33%	15.19%	130.73%	22.78%	25.00%
投资净收益	/	64.12%	195.82%	-505.27%	-321.81%	-37.98%	28.96%	-138.64%	-793.76%
公允价值变动净收益	/	-44.53%	42.25%	/	/	1647.45%	88.83%	200.00%	-53.26%
汇兑净收益	/	-87.63%	46.42%	/	/	-92.46%	28.87%	-133.79%	-109.46%
其他业务净收益	/	-88.23%	234.81%	552.95%	-79.48%	-6.27%	13.79%	55.15%	63.67%
营业收入	/	21.88%	-0.10%	24.25%	26.36%	1.71%	46.10%	21.89%	-0.12%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

3.2 公司金融业务依然分部构成主体

三大国有银行对公业务特点明显。公司金融业务、个人金融业务和资金业务三大主要业务中，公司金融业务收入占绝对优势。

09 年三大行响应政策要求，加大对基础设施项目贷款，进一步提升了公司金融业务收入占比，三家行均由不足 50% 占比迅速提升大约 10PC，中国银行和建设银行的占比分别达到 60.95% 和 60.66%。

三大国有银行中，中国银行业务收入多元化更为明确，分部构成中出现了投资银行及保险业务收入，占比也达到 2.12%。未来随着银行业逐步进入保险业，各家银行的收入将更为多样。

表 12：银行收入构成逐步多元化

	2008 年		2009 年	
	金额（百万）	占比（%）	金额（百万）	占比（%）
工商银行				
公司金融业务	151,896	49.00%	165,541	53.50%
个人金融业务	106,287	34.30%	93,097	30.10%
资金业务	50,363	16.30%	48,995	15.80%
其他	1,212	0.40%	1,821	0.60%
营业收入合计	309,758	100.00%	309,454	100.00%
中国银行				
商业银行业务				
其中：公司金融业务	57,886	67.11%	67,715	60.95%
个人金融业务	23,218	26.92%	24,599	22.14%
资金业务	8,132	9.43%	14,168	12.75%
投资银行及保险业务	-583	-	2,270	2.04%
其他业务及抵销项目	-2,402	-	2,345	2.12%
利润总额合计	86,251	100.00%	111,097	100.00%
建设银行				
公司银行业务	67,368	56.26%	84,157	60.66%
个人银行业务	20,249	16.91%	23,311	16.8%
资金业务	31,510	26.32%	30,294	21.84%
其他业务及未分配项目	614	0.51%	963	0.7%
利润总额	119,741	100.00%	138,725	100.00%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

4. 资产质量整体向好

4.1 不良实现双降

三大国有银行 09 年不良实现双降。不良余额最多的是工商银行（884.67 亿元），其次是中国银行（747.18 亿元）和建设银行（721.56 亿元）；不良率最高的是工商银行（1.54%），其次中国银行（1.52%）和建设银行（1.50%）。但不良率下降幅度最大的是中国银行，下降了 1.13pc；工商银行和建设银行的不良率分别下降了 0.75pc 和 0.71pc。

中国银行在 09 年资产质量得到明显改善，主要体现在：一是关注类贷款占比下降幅度大于工商银行和建设银行，下降幅度分别为 0.82pc 和 0.47pc；二是正常类贷款的迁徙率最低。但中国银行的关注类和次级类贷款迁徙率较高，对后续资产质量继续改善有一定压力。

三大国有银行五级分类中的次级、可疑类贷款的迁徙率偏高，过高的迁徙率对不良的进一步改善形成压力。建设银行次级类贷款迁徙率达到 49.78%，为最高，而且较 08 年出现 5.58pc 上升；工商银行和中国银行次级类贷款迁徙率分别为 31.3%和 25.6%，也是处于高位；可疑类贷款迁徙率则出现小幅回升，工商银行和中国银行分别回升了 7.9pc 和 1.87pc，只有建设银行略有 0.36pc 下降。

表 13：三大银行不良实现双降

	五级分类	2008		2009		变化	
		金额(百万)	占比(%)	金额(百万)	占比(%)	金额(百万)	占比(%)
工商银行	正常	4,229,609	92.51%	5,411,226	94.46%	1,181,617	1.95%
	关注	237,903	5.20%	228,933	4.00%	-8,970	-1.20%
	不良贷款	104,482	2.29%	88,467	1.54%	-16,015	-0.75%
	次级	37,694	0.83%	31,842	0.55%	-5,852	-0.28%
	可疑	55,641	1.22%	43,413	0.76%	-12,228	-0.46%
	损失	11,147	0.24%	13,212	0.23%	2,065	-0.01%
	合计	4,571,994	100.00%	5,728,626	100.00%	1,156,632	0.00%
中国银行	正常	3,048,668	92.50%	4,696,573	95.65%	1,647,905	3.15%
	关注	159,988	4.85%	139,067	2.83%	-20,921	-2.02%
	不良贷款	87,490	2.65%	74,718	1.52%	-12,772	-1.13%
	次级	39,411	1.20%	35,858	0.73%	-3,553	-0.47%
	可疑	35,212	1.06%	26,148	0.53%	-9,064	-0.53%
	损失	12,867	0.39%	12,712	0.26%	-155	-0.13%
	合计	3,296,146	100.00%	4,910,358	100.00%	1,614,212	0.00%
建设银行	正常	3,492,961	92.07%	4,546,843	94.33%	1,053,882	2.26%
	关注	217,100	5.72%	200,774	4.17%	-16,326	-1.55%
	不良贷款额	83,882	2.21%	72,156	1.50%	-11,726	-0.71%
	次级	35,105	0.93%	21,812	0.45%	-13,293	-0.48%

可疑	39,862	1.05%	42,669	0.89%	2,807	-0.16%
损失	8,915	0.23%	7,675	0.16%	-1,240	-0.07%
合计	3,793,943	100.00%	4,819,773	100.00%	1,025,830	0.00%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 14：各项贷款迁徙率向良好方向发展

	迁徙率 (%)	2007	2008	2009
工商银行	正常	3.5	4.6	3.5
	关注	10.4	9.3	9.9
	次级	41.3	39.4	31.3
	可疑	10.2	10.2	18.1
中国银行	正常	2.62	3.65	2.4
	关注	10.79	8.02	10.07
	次级	32.62	33.51	25.6
	可疑	5	7.89	9.76
建设银行	正常	2.96	3.6	2.78
	关注	9.43	8.4	5.74
	次级	61.72	44.2	49.78
	可疑	16.2	11.56	11.2

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

4.2 逾期贷款和重组贷款总量下降

逾期贷款和重组贷款从另一个角度可反映出银行潜在资产质量变化情况。除建设银行重组类贷款 09 年增加 3.63 亿元外，其他两家银行均出现不等减少，但占比均出现下降。

三家银行的逾期类贷款均出现大幅减少，工商银行、中国银行和建设银行分别减少 345.34 亿元、206.59 亿元和 237.93 亿元。逾期类贷款大幅下降为资产质量进一步改善奠定良好基础。

表 15：逾期贷款和重组贷款整体下降

	类别（百万元）	2008		2009		变化	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
工商银行	逾期贷款	148724	3.25%	114190	1.99%	-34534	-1.26%
	重组贷款	25246	0.55%	15611	0.27%	-9635	-0.28%
中国银行	逾期贷款	97930	2.97%	77271	1.57%	-20659	-1.40%
	重组贷款	19949	0.61%	16076	0.33%	-3,873	-0.28%
建设银行	逾期贷款	98054	2.58%	74261	1.54%	-23793	-1.04%
	重组贷款	3376	0.09%	3739	0.08%	363	-0.01%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

4.3 拨备覆盖率满足监管要求并达到新的高点

监管层要求商业银行在 09 年底拨备覆盖率达到 150%。三大国有银行经过 1 年努力，拨备覆盖率均达到监管要求。其中建设银行建设银行提高幅度最大，为 44.19pc 至 175.44%，也是三家银行里最高者；其次是工商银行，达到 164.41%；最低者为中国银行，仅跨过监管红线，为 151.17%。

拨备覆盖率提高可一定程度抵御经营风险，并在资产质量好转背景下，释放部分利润，对于银行长期稳定发展有利，不排除三家银行未来拨备覆盖率继续提升可能。

表 16：拨备覆盖率获得提升并达到监管标准

	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	09-08
工商银行	81.25	103.5	116.08	130.15	138.2	164.41	34.26
中国银行	103.92	108.18	120.39	121.72	138.96	151.17	29.45
建设银行	90.67	104.41	117.23	131.58	150.51	175.77	44.19

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

4.4 政府融资平台贷款风险可控

09 年市场对为支持经济发展而大量放贷的商业银行，尤其是国有大银行，资产质量问题比较担忧。但从三家银行公布的贷款行业分布以及两家银行的行业不良率来看，不良率并未出现上升迹象。

三家大行 09 年投向水利、交通、商业租赁等行业的资金明显增多，而制造业、房地产业资金达到压缩，同时对产能过剩行业进行部分退出，行业风险得到一定控制。

工商银行 09 年（按照工行口径）政府融资平台贷款余额为 7200 亿元，09 年新增量超过 4500 亿元，产生的不良额为 2 亿元，不良额占比为 0.03%。工商银行对地方政府融资平台实施严格的区域和项目准入标准，实行名单制，主要投向基础设施项目及国家级、省级、大型企业优质项目。

中国银行 09 年投放政府融资平台贷款规模 2700 亿元，占新增贷款的 17%，余额约为 4200 亿元，占有所有贷款的 9%。贷款主要投向基础设施、交通、城市建设等领域，路桥领域贷款占 28%，交通运输贷款占 27%，园区开发贷款占 18%，土地储备储备贷款占 12%。其中，27%投向省一级政府融资平台，44%投向市一级，21%投向大城市市区，8%投向县一级。政府融资平台不良贷款额约 3 个亿，不良率很低。

建设银行 09 年的政府平台融资，按照人行口径，建行参与贷款 1802 家，新增 2679 亿元，余额为 6463 亿元；按照建行口径，建行参与贷款与 768 家，新增 1374 亿元，余额 2844 亿元，其中省级平台占 80%以上，其余 20%为县级以下平台，且绝大部分为全国百强县。

三大银行公布的政府融资平台情况在一定程度淡化了市场对银行在政府融资平台方面的贷款，2010 年后续贷款还将持续，只要经济持续增长，各个项目保证按时还息，不良短期不会暴露。

表 17：贷款投向发生微微变化倾向政府项目

百万元	2008				2009			
	金额	占比	不良额	不良率	金额	占比	不良额	不良率
工商银行								
交通运输、仓储和邮政业	690,809	21.40%	9,480	1.37%	800,244	20.20%	11,178	1.40%
制造业	758,764	23.50%	44,974	5.93%	793,233	20.00%	34,571	4.36%
电力、燃气及水的生产和供应业	501,411	15.50%	7,672	1.53%	531,562	13.40%	6,541	1.23%
水利、环境和公共设施管理业	275,469	8.50%	1,781	0.65%	510,721	12.90%	333	0.07%
房地产业	343,895	10.60%	7,600	2.21%	421,804	10.70%	6,348	1.50%
租赁和商务服务业	188,120	5.80%	1,887	1.00%	290,410	7.30%	1,316	0.45%
批发、零售及住宿	188,831	5.80%	13,720	7.27%	261,261	6.60%	12,135	4.64%
采矿业	85,054	2.60%	461	0.54%	105,575	2.70%	357	0.34%
科教文卫	70,148	2.20%	1,963	2.80%	66,809	1.70%	1,132	1.69%
建筑业	61,006	1.90%	1,574	2.58%	62,403	1.60%	1,330	2.13%
其他	68,595	2.20%	2,635	3.84%	113,764	2.90%	1,551	1.36%
合计	3,232,102	100.00%	93,747	2.90%	3,957,786	100.00%	76,792	1.94%
中国银行								
企业贷款和垫款	金额	占比			金额	占比		
制造业	778,219	23.61%			1,059,185	21.57%		
水利、环境和公共设施管理业	54,448	1.65%			251,154	5.11%		
房地产业	271,484	8.24%			366,630	7.47%		
电力、燃气及水的生产和供应业	310,806	9.43%			353,284	7.19%		
商业及服务业	410,830	12.46%			725,227	14.77%		
运输业及物流业	318,328	9.66%			489,527	9.97%		
采矿业	103,938	3.15%			197,414	4.02%		
金融业	74,321	2.25%			111,515	2.27%		
公共事业	68,589	2.08%			84,329	1.72%		
建筑业	51,606	1.57%			60,558	1.23%		
其他	50,145	1.53%			64,053	1.31%		
建设银行								
公司类贷款	2,689,784	70.9%	74,430	2.77%	3,351,315	69.53%	57,178	1.71%
制造业	663,350	17.48%	23,793	3.59%	803,302	16.67%	21,413	2.67%
电力、燃气及水的生产和供应业	452,472	11.93%	6,672	1.47%	486,094	10.09%	3,991	0.82%
交通运输、仓储和邮政业	426,803	11.25%	5,359	1.26%	519,078	10.77%	3,382	0.65%
房地产业	329,381	8.68%	15,387	4.67%	358,651	7.44%	9,322	2.60%
租赁及商业服务业	135,746	3.58%	3,429	2.53%	303,380	6.29%	1,829	0.60%
水利、环境和公共设施管理业	132,426	3.49%	2,159	1.63%	206,175	4.28%	1,595	0.77%
建筑业	116,551	3.07%	2,375	2.04%	116,379	2.41%	2,252	1.94%
批发和零售业	102,590	2.7%	7,704	7.51%	146,693	3.04%	7,391	5.04%
采矿业	90,499	2.39%	479	0.53%	104,019	2.16%	394	0.38%

教育	78,870	2.08%	1,179	1.49%	93,351	1.94%	1,117	1.20%
电讯、计算机服务和软件业	25,943	0.68%	715	2.76%	25,249	0.52%	1,123	4.45%
其他	135,153	3.57%	5,179	3.83%	188,944	3.92%	3,369	1.78%
总计	3,793,943	100.00%	83,882	2.21%	4,819,773	100%	72,156	1.50%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

4.5 资产质量的潜存问题

中国银行和建设银行在年报披露过程中，提到两个问题对资产质量可能构成一定压力。

中国银行目前问题是所持有的欧元债券。09 年末部分欧洲国家出现的债务危机，使欧洲国家的债券风险加大，而中行持有葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙等国债券，其中属于政府债券的占比仅为 33.62%，剩余的 67.38%为机构发行的债券。在欧洲债务危机没有妥善解决的背景下，现有的 70.2 亿元欧洲债券需要计提相应准备，且未来走势仍有不确定性。

建设银行目前问题是所持有的迪拜债券。建行 09 年加强海外布局，香港分行对迪拜集团进行了 10 亿美元贷款。09 年 11 月，迪拜集团债务重组后，10 亿美元转为不良，计提了 1/3 的风险准备，目前问题已基本解决。建行目前海外贷款 380 多亿，不良额大约 68 亿，主要是有迪拜问题导致，这笔贷款未来可转为正常。

表 18：中行持有欧洲相关国家债券

国家	发行人				
	政府	公共实体及准政府	金融机构	公司	合计
意大利	2,360	—	2,064	—	4,424
西班牙	—	280	202	110	592
爱尔兰	—	—	1,633	279	1,912
葡萄牙	—	—	92	—	92
希腊	—	—	—	—	—
合计	2,360	280	3,991	389	7,020
占比					
意大利	33.62%	—	29.40%	—	63.02%
西班牙	—	3.99%	2.88%	1.57%	8.43%
爱尔兰	—	—	23.26%	3.97%	27.24%
葡萄牙	—	—	1.31%	—	1.31%
希腊	—	—	—	—	—
合计	33.62%	3.99%	56.85%	5.54%	100.00%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

5. 三大行的盈利能力差距逐步缩小

5.1 加权净资产收益率高位小幅上升

三大国有银行虽受金融危机影响，但盈利能力获得逐步提升。建设银行的盈利能力居三大行之首，09年的加权平均净资产收益率达到20.87%，其次是工商银行和中国银行，分别为20.14%和16.44%。

加权平均净资产收益率就提升幅度而言，中国银行提升幅度最大，为2.21pc；其次是工商银行和建设银行，幅度分别为0.75pc和0.19pc。盈利能力方面，工商银行和中国银行增速快于建设银行，两家银行与建设银行在盈利能力方面的差距在缩小。

表 19：三大银行的盈利能力逐步提高

盈利能力指标		2007	2008	2009
工商银行	平均总资产回报率	1.01%	1.21%	1.20%
	加权平均净资产收益率	16.15%	19.39%	20.14%
	扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率	15.92%	19.33%	20.00%
中国银行	加权风险资产收益率	2.00%	2.43%	2.42%
	总资产净回报率	1.09%	1.00%	1.09%
	股本净回报率（不含少数股东权益）	13.85%	14.23%	16.44%
	股本净回报率（含少数股东权益）	14.22%	13.72%	16.42%
建设银行	平均资产回报率	1.15%	1.31%	1.24%
	加权平均净资产收益率	19.50%	20.68%	20.87%
	扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率	19.43%	21.40%	20.64%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

5.2 派息率下降但维持高位

三大国有银行的派息率近4年一直保持高位，从70%到40%不等。三大银行09年净利润继续领先全行业，虽现金分红总量继续增加，但派息率出现下降，三家银行派息率基本持平，维持在44%左右。

派息率下降的主要原因有资本充足率压力有关。经过09年贷款规模突飞猛进，对资本消耗较大。虽然可以从资本市场募集资金，但自己造血功能对资本补充更具直接性和灵活性，留存收益增多对资本充足率提高有直接支撑。

表 20：三大行派息率虽有下降但维持高位

项目		2006	2007	2008	2009
工商银行	股息总额	5,344	44,425	55,113	56,783
	派息率	60.00%	55.00%	50.00%	44.16%
中国银行	股息总额	10,154	25,384	32,999	35,537
	派息率	24.00%	45.00%	52.00%	43.97%
建设银行	股息总额	20,671	46,583	45,383	47,205

	派息率	44.62%	67.46%	49.01%	44.22%
--	-----	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

5.3 未分配利润大幅增加提升公司内在价值

三大银行在资本充足率压力下，加大了利润留存力度。其中建设银行利润留存力度最大，09 年末分配利润达到 1361.12 亿元，其次是工商银行和中国银行，分别是 1179.31 亿元和 1007.58 亿元。

三大银行 09 年末分配利润增量最大者为建设银行，新增量为 765.19 亿元，增速达到 128.40%；其次是工商银行和中国银行，增量分别为 457.85 亿元和 214.09 亿元，增速分别为 63.46%和 26.98%。

如果不考虑增发因素，以 09 年底三家银行的股本为基础，三家银行每股未分配利润、每股分红之和分别为 0.52 元、0.54 元和 0.78 元，增加了每股的内在价值。

表 21：三大银行的未分配利润大幅提升

亿元	2006	2007	2008	2009	增量	增速
工商银行	53.44	454.4	721.46	1179.31	457.85	63.46%
中国银行	398.84	652.23	793.49	1007.58	214.09	26.98%
建设银行	430.92	321.64	595.93	1361.12	765.19	128.40%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 22：三大银行的内在价值获得提升

单位：元	股本（百万）	未分配利润（百万）	每股未分配利润	每股净资产	每股分红	每股收益
工商银行	334,019	117931	0.35	2.02	0.17	0.39
中国银行	253,839	100758	0.40	2.03	0.14	0.32
建设银行	233,689	136112	0.58	2.39	0.202	0.46

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

6. 影响未来发展的几个因素

6.1 再融资压力逐步释放使业务发展获得支撑

经过 09 年的大规模放贷，三大国有银行的资本消耗较大，资本充足率和核心资本充足率均出现不同程度下降。资本充足率下降幅度最大的是中国银行，幅度为 2.29%；核心资本充足率下降最快的仍是中国银行，幅度为 1.74%。所以中国银行融资动力最强，公布融资计划最早。

目前工商银行的资本充足率最高，达到 12.36%；其次是建设银行和中国银行，分别为 11.7%和 11.14%。如果按照最新的大银行资本充足率 11.5%的要求，中国银行补充资本压力最大，其次建设银行。考虑未来三年发展，三大银行具有再融资的内在需求。

中国银行公布融资方案，计划公开发行 A 股可转换公司债券，总额不超过 400 亿元，募集资金将主要用于补充资本金和运营资金，提高资本充足率。董事会同时申请一般性授权，计划发行 H 股补充核心资本，但并未确定发行细节。

工商银行公布融资方案，计划在 A 股市场发行不超过 250 亿元可转债以补充资本金，同时准备在 H 股发行数量不超过已发行 H 股 20% 的股票。

建设银行目前没有公布融资方案，但具体方案在讨论中，将来也会较大规模融资。

表 23：三大银行的资本充足率并非完全满足监管标准

	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009
工商银行	13.67%	13.09%	12.46%	13.06%	12.09%	12.36%
中国银行	13.39%	13.34%	13.78%	13.43%	11.53%	11.14%
建设银行	11.34%	12.58%	12.06%	12.16%	11.97%	11.7%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 24：核心资本充足率满足监管要求并处较高位

	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009
工商银行	11.83%	10.99%	10.33%	10.75%	9.97%	9.9%
中国银行	11.32%	10.67%	10.85%	10.81%	9.43%	9.07%
建设银行	9.43%	10.37%	10.08%	10.17%	9.3%	9.31%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

6.2 存贷比较低为贷款增长留有空间

2010 年监管层强化对存贷比的考核，严格要求商业银行的存贷比在中期达到 75%，存贷比的软约束成为硬性指标。

09 年三大银行虽经历大规模放贷，但存贷比基本维持稳定。最高的中国银行只为 70.3%，其次是建设银行和工商银行，分别为 60.24% 和 59.5%，相对而言，处于行业中下水平。

存贷比增幅方面，三大银行基本维持稳定，09 年增幅最多的为中国银行，达到 9%，这与中国银行急于做大国内贷款规模有关；其次是工商银行和建设银行，增幅分别为 3.1% 和 0.74%。大银行在加大放贷同时，也是注意控制节奏，为银行持久稳步发展提供良好基础。

表 25：三大行的存贷比维持低位

	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009
工商银行	53%	56.3%	58.6%	56.4%	57.6%	59.5%
中国银行	61.39%	64.78%	62%	61.3%	67.3%	70.3%
建设银行	/	61.27%	61.19%	59.5%	59.47%	60.24%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

6.3 存款活期化有利降低资金成本

经济回暖、资本市场活跃，存款活期化趋势逐步形成。三大银行的活期存款占比均出现 2-3% 的增加。其中建设银行活期存款占比已达 54.94%，远超工商银行的 50.90% 和中国银行的 47.01%。

建设银行活期存款占比过高，后续存款活期化力度将会逐步减弱，未来转化空间有限；中国银行活期存款占比最低，仍有一定上升空间。在享受存款活期化方面，中国银行具有长期性。

存款活期化是否带来资金成本下降，还要看存款的客户结构。从三大银行存款平均付息率来看，个人存款活期化对银行资金成本下降幅度要大于公司存款活期。此方工商银行收益最大，其个人存款活期占比 09 年达到 18.50%，提高了 1.1pc，远高于中国银行的 0.45pc 和 0.16pc。随着负利率时代的到来以及资本市场活跃度回升，个人存款活期化还将进行，这对银行降低资金成本有利。

表 26：三大行活期存款占比小幅上升

	工商银行		中国银行		建设银行	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
公司存款						
活期存款	31.10%	32.40%	26.58%	29.14%	34.97%	37.00%
定期存款	16.80%	16.60%	15.21%	16.84%	17.36%	16.79%
小计	47.90%	49%	41.79%	45.98%	52.33%	53.79%
个人存款						
活期存款	17.40%	18.50%	17.42%	17.87%	17.78%	17.94%
定期存款	31.40%	29.20%	35.23%	29.70%	28.77%	26.86%
小计	48.80%	47.70%	52.65%	47.57%	46.55%	44.80%
活期存款小计	48.50%	50.90%	44.00%	47.01%	52.75%	54.94%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 27：三大银行平均存款的平均付息率

	工商银行		中国银行		建设银行	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
公司存款	1.82%	1.28%	/		1.75%	1.29%
定期存款	3.42%	2.45%	3.44%	2.42%	3.36%	2.52%
活期存款	1.01%	0.63%	0.97%	0.68%	0.97%	0.62%
个人存款	2.53%	1.94%	/	/	2.34%	1.78%
定期存款	3.62%	2.79%	3.48%	2.71%	3.43%	2.62%
活期存款	0.59%	0.36%	0.63%	0.36%	0.63%	0.37%
存款总额	2.17%	1.60%	2.17%	1.44%	2.03%	1.51%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

6.4 票据贴现调整对利息收入贡献大

票据贴现是银行调节贷款规模的调节器。09 上半年票据贴现规模出现突增，虚增了实际贷款规模。但票据贴现利率比较低，商业银行在大规模进行票据融资过程中，损失掉很多利息收益。09 年下半年，票据融资逐步减少，但相比历史而言，还保持在较高位置。

票据贴现 08 年的平均收益率与公司贷款和个人贷款相比，相差 1pc 左右；09 年差距扩大到 2-4pc。票据贴现规模越大，净息差下降幅度越大，收益减少也越大。

工商银行、中国银行和建设银行 09 年的票据贴现较 08 年分别增加了 2272 亿元、1638 亿元和 1259 亿元。如果 2010 年三大银行票据贴现回归到 08 年水平，以 09 年贷款总额的平均收益率静态计算，可为工商银行、中国银行和建设银行分别带来 65.65 亿元、66.99 亿元和 41.05 亿元的收入。

表 28：票据贴现收益率明显降低

百万元	2008		2009	
	平均余额	平均收益率	平均余额	平均收益率
工商银行				
公司类贷款	3,135,615	7.23%	3,698,346	5.76%
票据贴现	230,444	6.74%	457,609	2.32%
个人贷款	796,763	7.13%	983,203	4.93%
客户贷款及垫款总额	4,341,052	7.07%	5,318,554	5.21%
中国银行（人民币）				
公司贷款	1,428,475	7.08%	2,036,833	5.65%
个人贷款	625,625	6.92%	798,309	5.18%
票据贴现	94,549	6.49%	258,341	2.03%
国内贷款小计	2,148,649	7.01%	3,093,483	5.22%
客户贷款及垫款总额	4,208,830	4.44%	3,185,227	6.12%
建设银行				
公司类贷款	2,515,553	7.35%	3,141,020	5.87%
个人贷款	771,646	7.04%	951,062	4.98%
票据贴现	118,954	6.38%	244,878	2.11%
客户贷款和垫款总额	3,520,537	7.16%	4,466,885	5.37%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

6.5 房贷优惠政策逐步取消有利银行净息差提升

商业银行具有很强的内在动力维持房贷利率不打折或低折扣。当房贷利率优惠政策的背景发生变化，并且房价回到高位时，随着贷款规模的收缩，房贷优惠利率逐步提高或者取消，将成为商业银行的必然选择。

房贷优惠政策的变化将提高商业银行的利息收入，尤其是房贷规模维持较大量时，房贷利率恢复到 85 折或者不打折，商业银行的利息收入在一定程度将恢复到正常水平。

三大国有银行个人住房贷款在 09 年依然获得较大增幅,其中工商银行新增个贷居前,达到 2768.7 亿元;其次是中国银行和建设银行,分别为 2729.1 亿元和 2493.8 亿元;但在占比方面,工商银行提升幅度较大,达到 2.19pc,而中国银行占比则出现 0.77pc 降幅。

加息预期强烈背景下,存量个贷利率提升有利利息收入增加;房贷优惠取消利于增量个贷利息收入提高。个贷存量较大和增量比较快的中国银行和工商银行将受益个贷利率变化,随着利率政策调整,收益将会逐步增加。

表 29 个人住房贷款占个人贷款绝对比例

	2008		2009	
	金额 (百万)	占比 (%)	金额 (百万)	占比 (%)
工商银行				
个人住房贷款	597,374	13.07%	874,244	15.26%
个人消费贷款	101,145	2.21%	157,635	2.75%
个人经营性贷款	113,726	2.49%	138,095	2.41%
信用卡透支	17,097	0.37%	36,876	0.64%
个人贷款合计	829,342	18.14%	1,206,850	21.07%
贷款总额	4,571,994	100.00%	5,728,626	100.00%
中国银行				
住房抵押	635,000	19.26%	907,912	18.49%
信用卡	16,495	0.50%	31,336	0.64%
其他	151,937	4.61%	208,234	4.24%
个人贷款小计	803,432	24.37%	1,147,482	23.37%
贷款总额	3,296,146	100.00%	4,910,358	100.00%
建设银行				
个人住房贷款	603,147	15.90%	852,531	17.69%
个人消费贷款	74,964	1.98%	78,651	1.63%
其他贷款	143,420	3.77%	157,277	3.26%
个人贷款合计	821,531	21.65%	1,088,459	22.58%
贷款总额	3,793,943	100.00%	4,819,773	100.00%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

7. 维持工商银行和建设银行“推荐”评级

三大国有银行整体均显示出稳健增长的特点。经过利润增长、收支构成、资产质量、盈利能力和发展潜力等方面的对比分析,三家银行各具特点,但从发展潜力来讲,更倾向于工商银行未来的空间。

工商银行的资本充足率居三大银行之首,再次融资虽用于补充资本,但需要为资本充足率做准备的资金压力小,更多资金可投向收益较高的项目,资金收益高于募集资金用于满足资本充足率的银行。

工商银行的票据贴现 09 年居三大银行之首，票据转为一般贷款空间大，利息收入提高数量对于其他两家银行。

工商银行 09 年末暴露出海外资产的信贷风险，利于其海外扩张的稳步推进，也利于中间业务中的结算收入增加。

投资评级方面，维持工商银行、建设银行的“推荐”评级，中国银行的“中性”评级。预计：

工商银行 10 年和 11 年的每股收益分别为 0.46 元和 0.58 元，10 年和 11 年的 PE 分别为 10.65 倍和 8.45 倍，10 年和 11 年的 PB 分别为 2.16 倍和 1.89 倍。

建设银行 10 年和 11 年的每股收益分别为 0.55 元和 0.64 元，10 年和 11 年的 PE 分别为 10.31 倍和 8.86 倍；10 年和 11 年的 PB 分别为 2.10 和 1.86 倍。

中国银行 10 年和 11 年的每股收益分别为 0.39 元和 0.46 亿元，10 年和 11 年的 PE 分别为 10.82 倍和 9.18 倍，10 年和 11 年的 PB 分别为 1.79 倍和 1.60 倍。

分析师简介

王保伦

管理学博士，2007 年加盟东兴证券研究所，从事银行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。