

同比增长稳定 中报行情可期

研究结论

- **存贷比再监管压力超预期，净息差有环比略降压力：**2 季度，包括贷款议价能力以及货币市场利率这些市场化利率因素都出现系统性上升。原本利率的上升有助于提高生息资产收益水平，将推动净息差上行；但银监会对存贷比的再监管（监管口径更加严格）却会提高银行的资金成本。在收益和成本端双升的拉锯之下，预计 2 季度银行净息差环比稳定或者略有下降。
- **贷款质量将有滞后性的良好表现：**由于银行贷款质量具有滞后性，而今年上半年国民经济处于快速增长区间，这意味着银行 1 季度良好的风控表现还将继续，银行的贷款质量仍然处在历史最好水平。
- **预计地方平台贷款自查结果将明显好于预期。**6 月底，银行将陆续披露平台贷款自查结果，我们认为实际情况将好于预期。（1）银行风控的有效性已经显著提升，大规模的贷款挪用难以想象；（2）被用于公益项目的贷款比例将非常有限；（3）不论是银行自查还是银监会复查，都只能主要从合规性上着手，而难以根据“经济可行性”前景来否定贷款。相信贷款的合规性不会有大问题。
- **预计中报同比增速达到 32%。**进一步考虑到银监会信贷管控对贷款规模增长的影响，以及通胀下手续费收入的良好增长形势，我们预计 2010 年中期银行业绩同比增速平均在 32%。其中招行、华夏等银行的增速领先。
- **经济下滑初期，银行通常都有业绩行情。**历史上熊市初期银行的行情，循以下循环：各种政策和经济预期构建“自上而下”的看空银行逻辑，导致银行估值先盈利而调整→滞后的业绩有相对较好的表现，推动先期调整的估值有阶段性反弹→领先经济、政策因素再次产生利空影响。而在牛市初期，以上循环反之亦然。我们看到，2008 年 3、4、8、10 等几个业绩发布的月份，银行分别跑赢沪深 300 指数 6.5、6.35、10.49 和 5.69 个百分点，而今年 1 季报披露前后，银行也有 7.81 个百分点的相对收益。因此，我们看好中报前后银行股的相对表现。今年银行的中报业绩可能比 1 季度有环比的下降，但同比仍然有望实现较高增长。在目前银行股低估值的基础上，中报行情值得期待。个股上我们看好招行、交行、民生和北京银行。



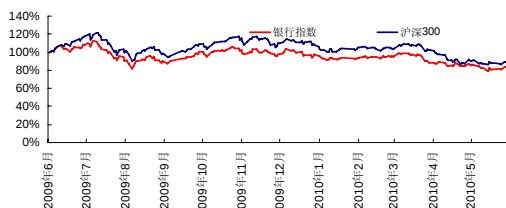
东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

银行业分析师
8621-63325888 x 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253
金麟
银行业高级分析师
8621-63325888 x 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

行业评级 **看好** 中性 看淡（维持）
国家/地区 中国/A 股
行业 银行
报告日期 2010 年 6 月 28 日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
招商银行	0.95	1.19	1.47	13.39	买入
交通银行	0.62	0.69	0.84	6.32	增持
民生银行	0.54	0.66	0.82	6.36	买入
北京银行	0.90	1.17	1.43	12.62	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

银行涉房贷款质量将好于预期	2010-5-24
监管去杠杆、控风险力度超预期 银行估值压力进一步强化	2010-4-22
地产调控对银行估值构成长期压力	2010-4-19

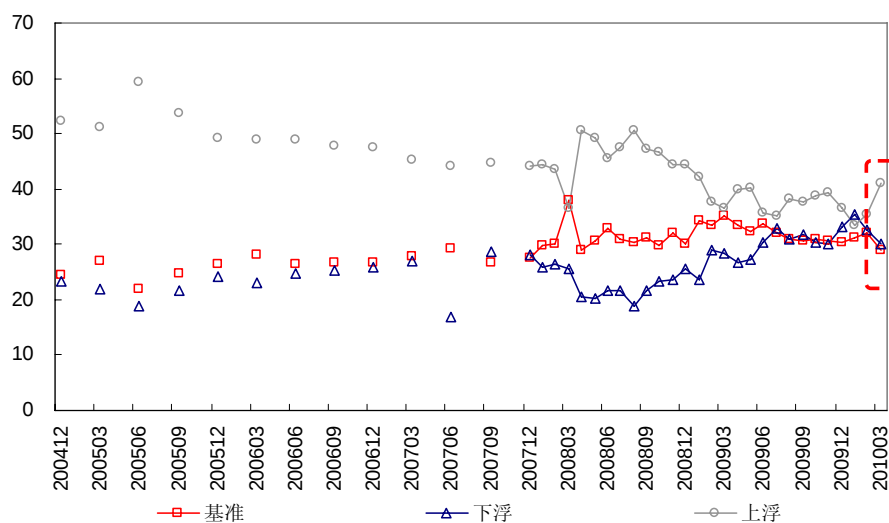
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

一、多因素争夺中，息差缓慢下降

1.1 一季度议价能力提升的效果将逐步体现

今年 1 季度开始，银监会实行了严格的贷款额度控制。在此影响之下，特别是从 3 月份开始，银行的议价能力得到明显的提升，利率上浮比例有较显著的扩大。1 季度末议价能力的反弹，对于当季度的净息差贡献有限，但在 2 季度会有滞后的利好推动净息差上行。

图 1：3 月份银行议价能力有明显反弹

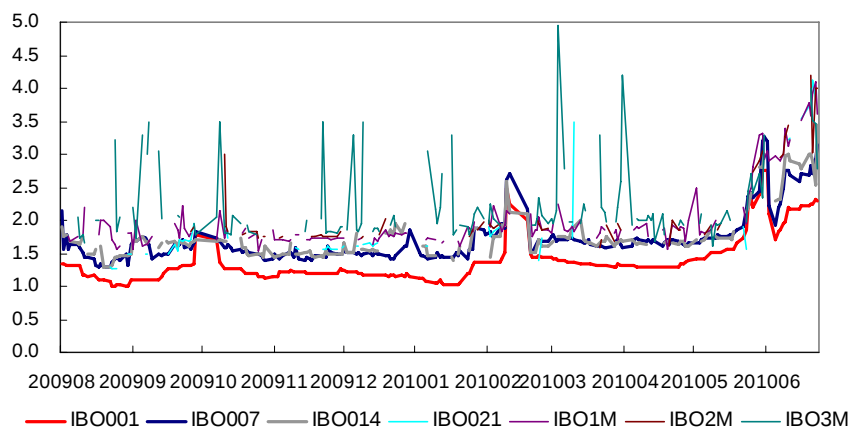


资料来源：CEIC，东方证券研究所

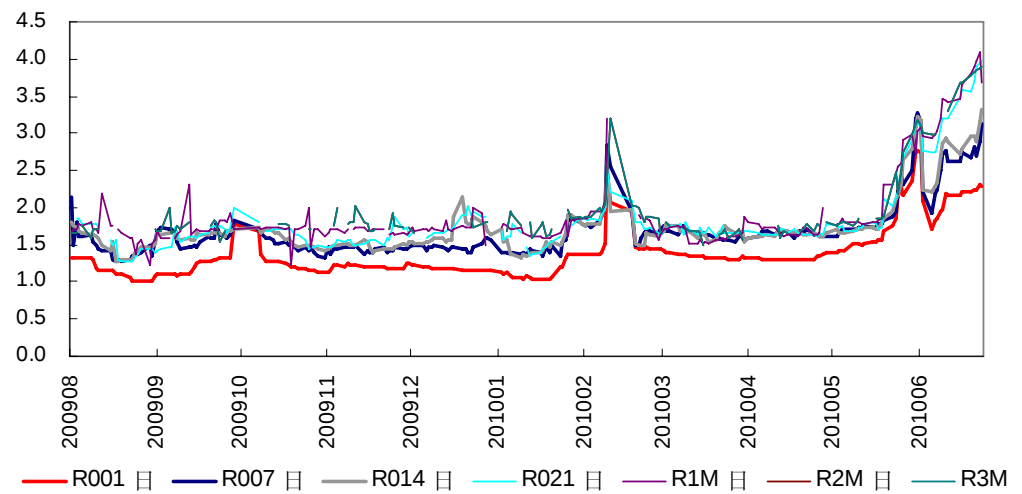
1.2 货币市场利率飙升

在国有银行补超储率的影响下，从 5 月底开始，货币市场利率出现飙升，并呈现逐步上行的特征，这对于银行净息差来说，构成向上的推动力。

图 2：银行间市场拆借利率从 5 月底开始快速上升



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 3：回购利率亦呈现向上趋势


资料来源：CEIC，东方证券研究所

1.3 存贷比再监管压力迫近

以上两个因素都构成对净息差的利好因素，有助于推动银行生息资产的收益率上升。但 2 季度银行存款争夺趋于白热化则会提高银行的存款成本，对净息差有负面影响。

存款争夺战的直接诱因是存贷比的再监管。经过 2009 年以来的巨额放贷，多家银行的存贷比已经有明显恶化，而银监会的存贷比口径的调整，使得银行面临的压力更大。此前银监会的存贷比监管口径中不包括贴现，但新的监管标准要求将贴现包括在内。对比 2008 年底与 2010 年 1 季度末的存贷比水平可发现，几乎所有银行的存贷比都有上升。2010 年 1 季度末，存贷比超过 75% 的银行包括交行、招行、中信、民生、兴业和深发展。

表 1：多数银行 2008 年以来存贷比（包括贴现）有明显恶化

	2008	2009	2010Q1	2008-2009	2009-2010Q1
工行	53.94%	57.14%	57.26%	3.20%	0.12%
建行	57.77%	58.65%	58.39%	0.88%	-0.26%
中行	61.66%	71.76%	70.75%	10.11%	-1.01%
农行	49.45%	53.50%	53.29%	4.06%	-0.21%
交行	69.61%	75.95%	76.46%	6.34%	0.51%
招行	68.18%	72.25%	75.93%	4.06%	3.69%
中信	68.87%	78.28%	76.80%	9.42%	-1.49%
民生	82.27%	76.93%	81.89%	-5.34%	4.96%
兴业	77.48%	76.81%	78.98%	-0.67%	2.17%
浦发	71.92%	70.29%	74.30%	-1.63%	4.01%
华夏	71.22%	72.11%	71.85%	0.89%	-0.26%
深发展	78.14%	78.21%	78.61%	0.07%	0.40%
北京	59.43%	59.84%	60.33%	0.41%	0.49%

南京	62.26%	64.24%	63.59%	1.98%	-0.65%
宁波	63.59%	72.93%	74.32%	9.34%	1.39%

资料来源：CEIC，东方证券研究所

1.4 息差可能环比略降

从本质上来说，目前商业银行面临的是流动性收紧影响下，不断走高的市场利率环境（体现为贷款实际利率水平与货币市场利率）。原本在此环境下，银行净息差将有持续走强的表现，但由于资金成本端受到存贷比再监管的重大影响，从而侵蚀了银行净息差的上升空间。2010 年净息差的走势就像拔河，两端分别是资产收益的提高和资金成本的上升，与年初的预期相比，后者的力量之大超出了市场此前的估计。今年净息差可能低于此前“比 2009 年提高 10-15BP”的预期。2 季度的息差环比难以出现上升，而应该是基本稳定，个别银行略有下降的局面。

动态来说，2 季度存款成本的快速上升会在 3 季度得到充分体现。同时，经济的逐步减速和 CPI 的逐渐降温对息差的影响也偏向负面。因此，2009 年 4 季度将是此轮银行息差反弹的高点。此后银行息差将呈现稳定并可能略降的局面。

二、贷款质量将有滞后的良好表现

2.1 不良生成率将持续在历史最佳水平附近

与净息差类似，银行的信贷风险管理表现同样具有滞后性。由于 2009 年 4 季度和 2010 年 1 季度经济都处于快速增长区间，我们已经看到 2010 年 1 季度银行风控表现达到了近年来最好的水平。预计在 2 季度，这样的表现还有望继续——虽然未来随着结构调整的推进、经济增速的下滑和脱媒化的发展，银行不良率的上升将成为长期趋势。

表 2：预计 2 季度银行的不良生成率仍能与 1 季度的良好表现相比

	2007	2008	2009	2010Q1
工行	-0.48%	0.12%	-0.08%	
建行	-0.09%	0.15%	-0.12%	
中行	-0.10%	0.14%	-0.09%	
农行	-0.83%		-0.36%	-1.03%
交行	0.58%	0.39%	0.15%	0.25%
招行	-0.18%	-0.01%	0.08%	0.00%
中信		0.24%	0.29%	
民生	0.33%	0.41%	0.11%	
兴业	0.02%	0.10%	-0.01%	0.00%
浦发	0.07%	0.17%	-0.02%	
华夏	0.47%	0.51%	0.51%	0.05%
深发展	0.11%	0.02%	0.22%	-0.06%
北京	-0.66%	0.03%	-0.06%	

南京	-0.06%	0.61%	0.40%	0.00%
宁波	0.13%	0.85%	0.32%	0.00%

资料来源：CEIC，东方证券研究所

2.2 预计地方政府融资平台贷款自查结果将明显好于市场预期

根据银监会要求，各家银行需要在 6 月份之前完成地方政府融资平台贷款的解包还原和重新分类工作。我们预计，银行自查结果将会明显好于市场的预期。而此前市场根据自上而下的逻辑，判断地方政府融资平台贷款可能存在着较多的瑕疵。

我们的逻辑是这样的：不论是银行自查，还是银监会复查，只能以“合规性”为主要依据。若把地方政府融资平台贷款分为三类：被挪用、被用于缺乏经济自偿性的公益性项目，以及被用于具有经济自偿性的商业或准商业项目。

市场有些观点认为，有较大规模的政府融资平台贷款可能被挪用，这会对贷款质量构成重要威胁。但我们认为，经过多年改革，银行信贷体系的有效性已经得到有效的提升，大规模贷款挪用行为很难想象。事实上，近期审计署对部分平台贷款的审计结果同样没有发现显著意义上的贷款挪用现象。贷款的违规使用，不应该是我们观察地方政府融资平台贷款的主要着眼点。

对于缺乏经济自偿性的公益性项目，市场的观点是：缺乏自偿性的贷款是地方政府融资平台贷款的主体，其偿付高度依赖于地方财政收入，而某些地方的贷款余额/地方财政收入已经达到 300%以上，特别是在地产调控造成地方卖地收入可能明显下降的背景下，地方财政收入将很难负担这些贷款的还本付息。而我们的观点是，此类贷款占比可能远小于市场的判断，多家商业银行在此前与市场的交流中都反复释放出这样的信息。同时，即使地方财政发生支付危机，亦不能排除中央财政对地方财政给予支持的可能性，而如果把中央和地方财政作为一个整体来看，中国整体的负债率水平要明显低于世界主要国家。

如果我们能推论出目前大多数平台贷款项目都是具有经济自偿性的项目，那么唯一的挑战就是在 2008 年底“大干快上”的氛围下密集上马的这些项目可能缺乏足够的盈利性。但如果市场期望通过银行自查和银监会复查来证实上述观点，那么结果可能会失望，因为在这种行政性的审查过程中，审查的重点只可能放在比较容易判定的“合规性”问题上，即贷款资金是否被挪用，贷款的担保保证是否完整、合规。但贷款的“经济可行性”却是一个很难准确判定的问题，很难想象银监会会有足够的依据去质疑相关项目的盈利前景预测，更难想象银监会会基于这样的质疑来变相处罚商业银行。

那么这些项目盈利前景究竟如何？事实上，我们可以进行粗略的测算：假设 4% 的 ROA，并假设 40% 的项目资金来源于银行贷款（2008 年，规模以上工业企业 ROA 为 7.09%，；固定资产投资资金来源中，贷款占比仅 14.5%），则项目投产后，每年的息税前利息保障倍率将达到 2 倍，基本上能满足还本付息的需要。而对这些项目自身经济自偿性的忽略，正是此前市场在讨论地方政府融资平台贷款时做出悲观结论的重大逻辑缺失。

表 3：预计 2 季度银行的不良生成率仍能与 1 季度的良好表现相比

	市场观点	我们的观点
被违规使用	可能有较大规模的平台贷款被挪用	银行信贷体系有效性已经显著提升，大规模贷款挪用很难想象
被用于缺乏经济自偿性的公益性项目	缺乏自偿性的贷款是地方政府融资平台贷款的主体，其偿付高度依赖于地方财政收入，而贷款余额/地方财政收入的负债率指标来看，地方财政收入将很难负担这些贷款的还本付息	此类贷款占比有限。（部分银行表示，不具备经济自偿性的地方平台贷款占比在 10%以内） 中央财政不会坐视地方财政破产。若考虑到中央财政的支持，中国整体负债率水平并不高
被用于具有经济自偿性的商业或准商业项目	项目盈利性可能较差。	不论是银行自查还是银监会复查，都难以从“经济可行性前景”上否定这些贷款。 参考过去的基建项目回报情况，大部分项目的还本付息都将是有所保证的。

资料来源：CEIC，东方证券研究所

三、规模无悬念

既然今年是一个严格的信贷额度管控的年份，那么信贷规模就不是银行盈利预测需要特别关注的因素。今年 1 季度，大多数银行的贷款投放都略快于银监会要求的投放节奏，因此在 2 季度，这些银行需要放慢规模增长的脚步。具体来看，这些银行主要包括交行、中行、农行、招行和华夏。

表 4：1 季度大多数银行贷款增幅都超过了 5.6%

贷款净额	2009	2010Q1	2010Q1 增幅
工行	55831.74	59160.94	5.96%
建行	46929.47	49327.80	5.11%
中行	47974.08	51937.87	8.26%
农行	40114.95	43167.87	7.61%
交行	18015.38	19605.79	8.83%
招行	11618.17	12461.57	7.26%
中信	10504.79	11165.05	6.29%
民生	8677.38	9201.56	6.04%
兴业	6919.63	7383.01	6.70%
浦发	9105.08	9710.41	6.65%
华夏	4194.52	4491.97	7.09%
深发展	3555.63	3676.04	3.39%
北京	2674.50	2870.47	7.33%
南京	656.08	699.52	6.62%
宁波	807.68	863.93	6.97%

资料来源：CEIC，东方证券研究所

四、盈利预测表

综合以上要素判断，我们给出各家银行中报的盈利预测如下：

表 5：2 季度盈利预测

	2009H	2009	2010Q1	2010H(E)	2010H 同比增速
工行	663.13	1285.99	415.47	811.84	22.43%
建行	558.06	1067.56	351.64	661.37	18.51%
中行	410.05	808.19	261.75	525.16	28.07%
交行	155.79	300.75	104.51	207.81	33.39%
招行	82.62	182.35	59.09	129.29	56.49%
中信	70.47	143.20	43.12	92.22	30.86%
民生	73.74	121.04	42.69	78.57	6.55%
兴业	62.23	132.82	40.79	85.10	36.75%
浦发	67.81	132.17	41.06	79.60	17.39%
华夏	16.66	37.60	13.07	26.05	56.36%
深发展	23.11	50.31	15.78	28.74	24.36%
北京	29.24	56.34	20.92	39.90	36.46%
南京	8.01	15.44	5.87	11.50	43.57%
宁波	7.06	14.57	4.98	10.00	41.64%

资料来源：CEIC，东方证券研究所

五、中报行情可期

虽然 2 季度银行盈利的驱动因素可能低于市场预期，特别是净息差受到存贷比再监管的影响明显，我们认为中报行情的基础仍然存在。

中报行情判断基于这样的逻辑：经济下滑初期，由于银行盈利的滞后性，银行的业绩会相对突出，体现为（1）较快的净利润绝对增速以及（2）相对滞后的净利润下滑之上，再加上一直相对便宜的估值水平，银行体现出明显的防御性特征。事实上，我们在 2008 年就对此有深刻体验：2008 年 3 月份，银行跑赢沪深 300 指数 6.5 个百分点；2008 年 4 月，银行跑赢 6.35 个百分点；2008 年 8 月，银行跑赢 10.49 个百分点；2008 年 10 月份，银行同样跑赢 5.69 个百分点。今年也有类似现象：在 1 季报密集发布的 4 月下旬前后（4 月 21 日至 5 月 12 日），银行跑赢 7.81 个百分点。

总结熊市初期银行的行情，循以下循环：各种政策和经济预期构建“自上而下”的看空银行逻辑，导致银行估值先盈利而调整→滞后的业绩有相对较好的表现，推动先期调整的估值有阶段性反弹→领先经济、政策因素再次产生利空影响。而在牛市初期，以上循环反之亦然。

基于以上认识，我们看好中报前后银行股的相对表现。今年银行的中报业绩可能比 1 季度有环比的下降，但同比仍然有望实现较高增长。在目前银行股低估的基础上，中报行情值得期待。个股上我们看好招行、交行、民生和北京银行。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn