

2010 年下半年银行业投资策略 —估值优势逐渐显现

银行业

评级: 推荐(维持)

2010 年 7 月 1 日 星期四

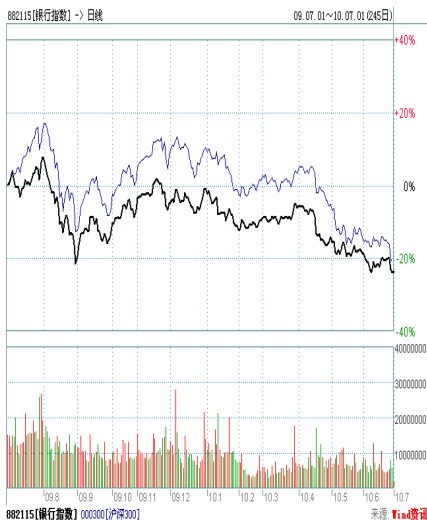
李文
证书编号: S0630208080071
010-59707106
liwen@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-6.57	1.01
3 个月	-18.90	4.49
6 个月	-23.31	5.01

行业相对沪深 300 走势图



投资要点

- 金融危机后全球迅速形成共识: 强化银行监管。主要的监管方向是增加核心资本, 扩大风险管理的覆盖面, 限制杠杆倍数, 推进基于预期损失的、前瞻性的损失准备金制度。
- 中国 2008 年以来的主要举措是, 提高核心资本和拨备覆盖率, 并将推出杠杆率监管措施。
- 核心资本充足率提高具有重大影响, 它将降低银行业的风险、杠杆倍数、ROE 及息差水平。
- 国内银行的 ROE 水平较高, 但这主要来源于较高的杠杆, 而 ROA 水平则有待于提高。
- 国内银行的息差水平并不是最低的。国内银行的净利息收入占比非常高, 影响净利息收入的主要因素之一就是息差水平。国内银行息差总体上好于香港上市的几家银行, 目前的息差水平基本处于历史低位。
- 国内银行的盈利能力在一定程度上被扭曲了, 高额法定准备率降低了生息资产收益率 (相当于课税), 营业税也降低了银行利润。如果法定准备率合理适度且不存在营业税, 银行利润将增长 15-20%。
- 2010 年银行面对地方政府融资平台贷款和房地产贷款的双重压力, 这可能导致不良资产及资产减值损失支出增加。
- 目前银行的估值已达到或接近于历史最低水平 (2008 年底), 其投资价值越来越具有吸引力。
- 行业评级: 增持
- 投资评级: 买入深发展、民生银行、南京银行。

目录

1. 金融危机重塑银行监管	4
1.1 G20 力推增加银行资本	4
1.2 巴塞尔委员会的建议	4
2. 中国银行业监管动向	4
3. 核心资本充足率提高影响重大	5
3.1 关于核心资本充足率的规定	5
3.2 核心资本充足率进一步提高	6
3.3 核心资本充足提高降低了杠杆率	6
3.4 核心资本充足率要求影响息差	7
4. ROE或将下降	7
4.1 美国几家银行的ROE	7
4.2 香港上市银行的ROE	8
4.3 国内几家银行的ROE	8
5. 息差水平比较分析	9
5.1 美国部分银行的息差水平	9
5.2 汇丰银行等的息差并不高	10
5.3 国内主要银行的息差水平	10
6. 银行面对的其他挑战	11
6.1 地方政府融资平台问题	11
6.2 房地产问题	12
7. 对盈利预测的讨论	13
7.1 生息资产收益率仍将回升	13
7.2 资产减值损失会增加	14
7.3 2010 年银行业绩估计	14
8. 目前银行股的估值水平	14
8.1 市净率	14
8.2 市盈率	15
8.3 2010 年以来市场表现	15
9. 盈利预测与估值	15

图形目录

图 1. 富国银行的息差	9
图 2. 美国合众银行的息差	9
图 3. 美国银行的息差	10
图 4. 汇丰银行净息差	10
图 5. 国内主要上市银行息差水平	11
图 6. 上市银行税前利润增速	14
图 7. 银行股市净率	15

图 8.银行股市盈率	15
------------------	----

表格目录

表 1.美国部分上市银行 ROE 水平	7
表 2.美国部分上市银行 ROA 水平	7
表 3.美国银行、富国银行的杠杆倍数	7
表 4.汇丰银行等的杠杆倍数	8
表 5.招商银行等的 ROE	8
表 6.招商银行等的 ROA	8
表 7.招商银行等的杠杆倍数	9
表 8.房地产贷款占贷款余额的比例	12
表 9.各银行息差变化情况	13
表 10.各银行盈利预测及 P/E	16

1. 金融危机重塑银行监管

始于美国的金融危机强化了国际社会对银行业的监管，增加资本、控制风险、降低杠杆成为国际共识，相关措施正在落实中。

1.1 G20 力推增加银行资本

2008 年 11 月，G20 华盛顿峰会发表声明，到 2009 年 3 月 31 日前，IMF 和扩大的金融稳定论坛（FSF）需要提出建议，如何防止定价、债务、银行资本、管理层薪酬以及有关拨备的相关规定不会恶化经济周期的走势。

2009 年 4 月，G20 伦敦峰会同意，一旦确认经济已经复苏，将采取措施改善银行系统中的资金质量、数量和国际协调性。今后，监管措施必须能阻止过度杠杆，并要求银行在经济良好时期也需储备充足的缓冲资金。

2009 年 9 月，G20 匹兹堡金融峰会声明承诺，在 2010 年年底制定为各国所能接受的规章制度，改善银行资本的数量和质量，并将在 2012 年年底将其全部付诸实施。

2010 年 6 月下旬，G20 多伦多峰会，支持引入杠杆比率作为新巴塞尔协议风险基础框架的补充衡量手段，同意提高资本的质量、数量与国际一致性，巩固流动资金标准，防止过度的杠杆作用与风险程度。G20 承诺，在首尔峰会上，支持就新的资本框架达成协议。

1.2 巴塞尔委员会的建议

2009 年 12 月，巴塞尔委员会发布《增强银行体系稳健性》等文件的征求意见稿，其政策建议包括以下几个关键要素：

第一，提高银行资本基础的质量、一致性和透明度。以确保大型国际活跃银行增强在持续经营条件下和清算条件下吸收损失的能力。

第二，扩大资本框架的风险覆盖面。除交易账户和资产证券化的改革措施以外，还包括加强交易对手信用风险的资本监管。

第三，引入杠杆率作为新资本协议风险资本框架的补充措施，将基于适当的评估和校准，将杠杆率纳入第一支柱。

第四，推动银行在经济上行期建立超额资本用于经济下行期吸收损失，推进基于预期损失的、前瞻性的损失准备金制度。

第五，建立适用于国际活跃银行的全球流动性最低标准，包括覆盖 30 天的流动性覆盖率，以及一个长期结构化流动性比例。

2. 中国银行业监管动向

2008 年以来，提高资本充足率和拨备覆盖率、降低杠杆率已经或将要成为主要的监管政策。

2009年9月，G20匹兹堡金融峰会召开之际，中国主张增强金融机构的资本、提高流动性，实行稳健的分红和薪酬管理，提高单个金融机构抗风险能力。

第二轮中美战略与经济对话（2010年5月）声明，双方支持将在全国范围实施更高水平和更高质量的资本要求和反周期的缓冲资本作为巴塞尔协议资本框架的要素，支持提高流动性风险要求和设立前瞻性的拨备，以降低银行承担过度风险的动机，创建一个能抵御负面冲击的更强健的金融体系。双方支持引入一个杠杆率标准作为巴塞尔协议基于风险的框架的补充措施。

已经实施的具体监管措施主要包括：

建立动态拨备要求，把拨备覆盖率要求从过去的100%提高到130%，并进一步提高到150%，其意图在于在信贷扩张和银行盈利较好的时期，要求银行多将盈利转化为资本和拨备以抵御未来的潜在风险，提高抵补预期和非预期损失的能力。

建立动态资本，把最低资本充足率要求从原来的8%提高到10%（对中小银行）和11%（对大型银行）。

发布次级债管理新规，强化核心资本的重要性，提高资本质量。2009年10月，监管部门发布《关于完善商业银行资本补充机制的通知》，要求优先补充核心资本，商业银行在计算资本充足率时，从计入附属资本的长期次级债务中全额扣减本行持有其他银行长期次级债务的额度，并按照“新老有别”原则，对2009年7月1日以后持有的其他银行长期次级债务全额扣减。根据我们的分析，上述通知的重要性在于，它提高了核心资本充足率要求。

此外，监管部门还准备尽快发布杠杆率和流动性比率要求。

3. 核心资本充足率提高影响重大

核心资本充足率提高是重大的监管行动，将对银行经营产生长期的重要影响。

3.1 关于核心资本充足率的规定

2004年2月发布并于2007年7月重新修订的《商业银行资本充足率管理办法》（以下简称《办法》）规定：核心资本充足率不得低于4%，资本充足率不得低于8%。

2009年10月发布的《关于完善商业银行资本补充机制的通知》规定，发行次级债务及混合资本债券等监管资本工具补充附属资本时，主要商业银行核心资本充足率不得低于7%，其他银行核心资本充足率不得低于5%，长期次级债务不得超过核心资本的25%，其他银行不得超过核心资本的30%。而此前的规定是计入附属资本的长期次级债务不得超过核心资本的50%。

2009年，监管部门已经将最低资本充足率要求从原来的8%提高到10%（对

中小银行)和11%(对大型银行)。

3.2 核心资本充足率进一步提高

增加核心资本的最主要途径就是增加股东权益,而增加股东权益无非就是减少现金分红、增资扩股。

增加附属资本的途径,一是增加贷款损失中的一般准备,二是发行长期次级债务。在既定的政策框架下,增大股东权益和长期次级债务是提高核心资本充足率和资本充足率的最主要途径。由于长期次级债务只能保持在核心资本的25%之内,假设以合理的价格发行长期次级债务不是问题,资本充足率几乎完全依赖于核心资本充足率。

简化处理后,可以认为资本基础由核心资本、一般准备和长期次级债务构成(可转换债券可近似地视为核心资本)。如2009年底,工商银行核心资本6221.21亿元,一般准备979.94亿元,长期次级债务750亿元。三者合计占扣除前资本基础的100%。

在长期次级债务不超过核心资本25%的要求下,CAR(资本充足率)与CCAR(核心资本充足率)之间存在的关系是:

$$\begin{aligned} \text{CAR} &= (\text{核心资本} + \text{一般准备} + \text{长期次级债务}) / \text{风险加权资产} \\ &= (\text{核心资本} + 1\% * \text{加权风险资产} + 25\% * \text{核心资本}) / \text{风险加权资产} \\ &= 1\% + 125\% * \text{CCAR} \end{aligned}$$

CCAR分别为7%、8%、9%、10%时,对应的CAR分别为9.75%、11%、12.25%、13.5%。显然,要满足11%的资本充足率,最低核心资本充足率可能接近于8%。

3.3 核心资本充足提高降低了杠杆率

$$\text{CCAR} = \text{核心资本} / \text{风险加权资产} = a * \text{股东权益} / b * \text{总资产}$$

$$\text{权益乘数} = \text{总资产} / \text{股东权益} = (a/b) * (1/\text{CCAR})$$

其中,a是核心资本与股东权益的比例系数,b是风险加权资产占总资产的比例。

由此可以得出以下结论:

结论1:其他因素不变,CCAR的任何提高都将降低权益乘数或杠杆倍数。

结论2:总资产扩张、b的提高将逐渐降低核心资本充足率;

结论3:假如监管要求无任何弹性,当核心资本充足率接近最低监管要求时,新增资产的风险权重应该是0,从而使总体资产的风险权重降低。

结论4:在核心资本充足率必须达到8%的假设下,如果a为0.90,当b分别取0.50和0.60时,对应的权益乘数分别为22.5倍和18.75倍。

结论5:在实际最低核心资本分别为5%(大体代表以前)和8%(大体代表目前或今后)的情况下,并假设a为0.95、b为0.55,对应的杠杆倍数分别为34.55倍和21.60倍。

3.4 核心资本充足率要求影响息差

根据前面提到的等式可知，权益乘数=总资产/股东权益=(a/b)*(1/CCAR)

当 CCAR 达到最低监管标准或达到实际的最低标准时，总资产仍然可以增加，但是新增加资产的风险权重必须是 0，即平均的资产风险权重（b）下降，其含义是在核心资本不足的约束下，银行仍可以增加资产，但必须是类似于国债、央行票据、政策性金融债券、银行承兑汇票之类的 0 风险资产。

随着资产平均风险权重的降低，银行资产组合的收益率或生息资产收益率必然降低，即净利息收益率（净息差或 NIM）、净利差（NIS）必然降低。平均生息资产与净息差的乘积就是利润表中的净利息收入，该项目一般占银行营业收入的 80%以上，有的在 90%以上。因此，资产风险权重的降低很可能会降低净利息收入或营业收入的增长。

4. ROE或将下降

杠杆倍数或权益乘数的下降内生于核心资本充足率的提高，由此产生的影响是 ROE 趋于下降。

4.1 美国几家银行的ROE

资料显示，国内银行的 ROE 水平与美国银行、富国银行(Wells Fargo & Company)、合众银行(U. S. Bancorp, 美国第五大商业银行)基本相当，但 ROA 水平不足其一半，显然，国内银行较高的高杠杆倍数抵消了 ROA 的影响。

表1. 美国部分上市银行 ROE 水平

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	简单平均
美国银行	15.96%	13.96%	19.44%	21.99%	16.83%	16.51%	16.27%	11.08%	16.51%
富国银行	16.31%	12.79%	18.66%	19.36%	19.56%	19.59%	19.52%	17.12%	17.86%
合众银行	19.00%	9.00%	18.30%	19.20%	21.40%	22.50%	23.60%	21.30%	19.30%

资料来源：各银行，东海证券研究所

表2. 美国部分上市银行 ROA 水平

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	简单平均
美国银行	1.12%	1.05%	1.41%	1.44%	1.35%	1.30%	1.44%	0.94%	1.26%
富国银行	1.61%	1.20%	1.69%	1.64%	1.71%	1.72%	1.73%	1.55%	1.61%
合众银行	1.74%	0.89%	1.84%	1.99%	2.17%	2.21%	2.23%	1.93%	1.88%

资料来源：各银行，东海证券研究所

表3. 美国银行、富国银行的杠杆倍数

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
美国银行	13.14	13.27	14.24	13.27	13.75	15.24	12.44	12.75	11.30	12.00
富国银行	9.07	9.43	9.45	10.49	10.60	10.96	10.84	11.58	11.14	11.32
合众银行			10.93	10.10	9.95	9.68	9.85	10.18	10.31	10.65

资料来源：各银行，东海证券研究所

4.2 香港上市银行的ROE

2003-2009 在香港上市的几家银行的情况分别如下:

恒生银行(汇丰银行控股)平均 ROE27.5%, ROA2.0%, 总资产/权益比 13.03 倍, 核心资本充足率 10.6%;

渣打集团平均 ROE16.5%, ROA1.0%, 总资产/权益比 16.12 倍, 核心资本充足率 9.1%;

中银香港平均 ROE14.8%, ROA1.3%, 总资产/权益比 11.63 倍;

汇丰银行(汇丰控股的全资控股公司)平均 ROE30.9%, ROA1.5%, 总资产/权益比 18.87 倍, 核心资本充足率 11.3%。

除汇丰银行、恒生银行外, 平均说来, 渣打集团和中银香港的 ROE 不高于内地, ROA 则高于内地, 其差别还是总资产/权益比方面。

表4. 汇丰银行等的杠杆倍数

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均
汇丰银行	15.14	19.40	24.05	20.81	17.27	17.76	17.66	18.87
渣打集团	15.56	15.04	16.17	16.19	15.32	17.31	17.22	16.12
中银香港	12.57	11.89	10.76	10.46	10.99	12.33	12.41	11.63
恒生银行	11.84	12.89	13.19	13.07	12.41	13.32	14.46	13.03

资料来源: 各银行, 东海证券研究所

4.3 国内几家银行的ROE

2009 年, 招商银行等三家银行的杠杆倍数与其自身历史比, 处于最低或较低水平, 即使如此, 与美国及香港上市的几家银行比, 也处于偏高位置。而 2009 年底, 招商、浦发、民生银行的核心资本充足率分别为 6.63%、6.90%和 8.92%, 或是低于 8%, 或是没有比 8%高出多少。

表5. 招商银行等的 ROE

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均
招商银行	12.79%	15.68%	17.16%	18.24%	24.58%	27.06%	20.74%	19.46%
浦发银行	13.69%	16.27%	16.92%	19.13%	23.96%	35.60%	25.68%	21.61%
民生银行	19.48%	17.20%	19.17%	22.35%	18.13%	15.05%	13.99%	17.91%

资料来源: 各银行, 东海证券研究所

表6. 招商银行等的 ROA

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均
招商银行	0.51%	0.58%	0.60%	0.81%	1.36%	1.45%	1.00%	0.90%
浦发银行	0.48%	0.47%	0.48%	0.53%	0.69%	1.13%	0.90%	0.67%
民生银行	0.46%	0.51%	0.54%	0.60%	0.78%	0.75%	0.98%	0.66%

资料来源: 各银行, 东海证券研究所

表7. 招商银行等的杠杆倍数

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均
招商银行	25.03	28.27	29.36	20.92	18.25	18.55	19.36	22.82
浦发银行	31.94	32.39	35.42	31.37	30.26	31.78	26.71	31.41
民生银行	37.76	35.75	36.07	37.47	23.67	18.83	17.28	29.55

资料来源：各银行，东海证券研究所

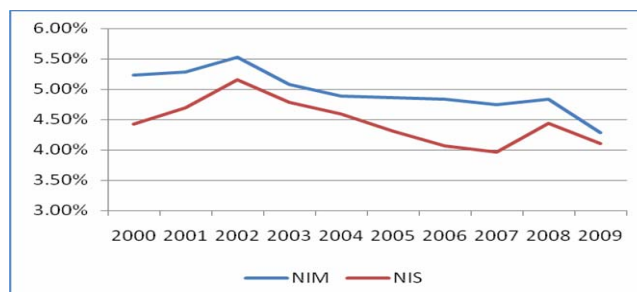
5. 息差水平比较分析

海外银行净利息收入占营业收入比重远远低于国内银行，因此，净利息收入对国内银行的利润影响更大。决定净利息收入的除生息资产外，就是净息差。总体上，美国几家银行的净息差高于国内，而香港上市的几家银行的净息差并不高。

5.1 美国部分银行的息差水平

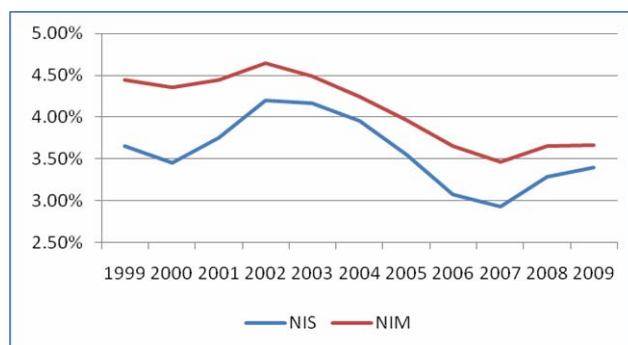
2000-2009年，富国银行的净息差和净利差分别为4.96%、4.45%，1999-2009年，合众银行平均分别为4.10%、3.59%，而美国银行则低一些，1998-2009年分别为3.22%、2.71%。美国几家银行ROA水平显著高于国内，原因是多方面的，但不可否认的是国外银行的息差水平明显高于国内。

图1. 富国银行的息差



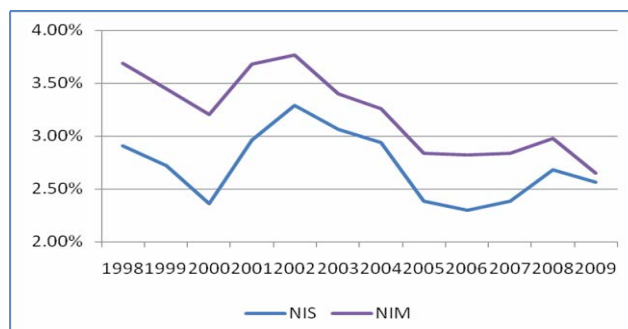
资料来源：富国银行，东海证券研究所

图2. 美国合众银行的息差



资料来源：合众银行，东海证券研究所

图3. 美国银行的息差

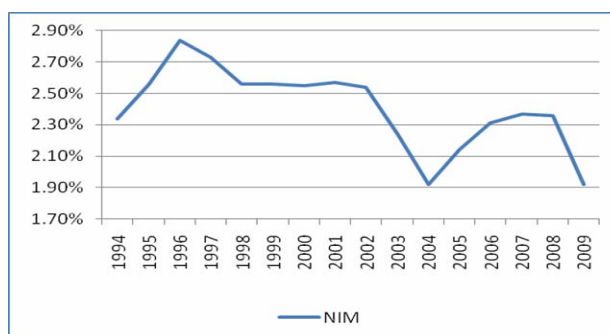


资料来源：美国银行，东海证券研究所

5.2 汇丰银行等的息差并不高

1994-2009 年，汇丰银行净息差平均为 2.41%，渣打集团 1997-2009 年为 2.84%；恒生银行 2001-2009 年的净息差和净利差分别为 2.23%和 2.03%，中银香港 1999-2009 年分别为 1.88%、1.63%。

图4. 汇丰银行净息差



资料来源：汇丰银行，东海证券研究所

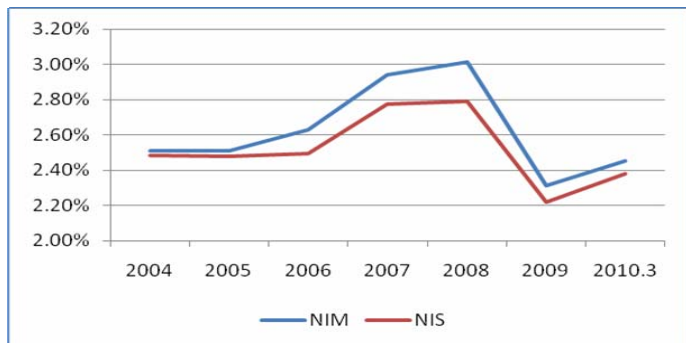
5.3 国内主要银行的息差水平

2004-2009 年，国内 11 家主要上市银行（不含 3 家城商行）的净息差平均为 2.65%，净利差 2.54%，其中，2008 年 9 月基本是最高点。2008 年的净息差和净利差分别为 3.01%和 2.79%。

2009 年的息差水平基本是 2002 年以来最低的，2010 年 1 季度有所回升，但仍处于次低水平。我们预期，随着经济逐渐转好，未来几年的息差水平也将保持上升趋势。

实际上，国内高额的法定准备率水平在一定程度上压制了息差水平。2009 年，工商银行存放央行款项占其平均存款余额的比例为 16.69%，假如降为 6%并且将释放的资金投资于债券，2009 年的净息差和净利差将分别提高 14 个、13 个 bp，相当于提高 6%以上。这种变化将使其净利息收入增长 5.84%。

图5. 国内主要上市银行息差水平



资料来源：各银行，东海证券研究所

6. 银行面对的其他挑战

6.1 地方政府融资平台问题

根据官方定义，地方政府融资平台公司指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。中国地方政府融资平台信贷模式出现于 2005 年，主要是政策性银行向地方融资平台提供贷款。随后，蔓延到几乎所有的主要商业银行。至 2009 年末，地方政府融资平台贷款余额为 7.38 万亿元，同比增长 70.4%，占一般贷款余额的 20.4%，全年新增贷款 3.05 万亿元，占全部新增一般贷款的 34.5%。

2006 年 4 月，发改委、财政部、建设部、央行、银监会联合发布了《关于加强宏观调控，整顿和规范各类打捆贷款的通知》，重申严禁地方政府违规担保，要求银行停止与各级地方政府和政府部门签订新的各类打捆贷款协议或授信合作协议；对不符合《担保法》规定的抵押担保手续要重新予以落实。

2010 年 6 月，国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，主要内容如下：

明确地方政府融资平台的债务分类：(1) 因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务；(2) 因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务；(3) 因承担非公益性项目建设举借的债务。

地方政府融资平台公司尽快须承担存量债务的还本付息责任：地方各级政府要采取有效措施，落实有关债务人偿债责任。**对融资平台公司存量债务，要按照协议约定偿还**，不得单方面改变原有债权债务关系，不得转嫁偿债责任和逃废债务。

区别对待融资平台在建项目的后续融资：对还款来源主要依靠财政性资金

的公益性在建项目，不得再继续通过融资平台公司融资。对使用债务资金的其他在建项目，原贷款银行等要重新进行审核，凡符合各类政策、信贷审慎管理规定及宏观调控政策等要求的项目，要继续按协议提供贷款；对不符合要求的项目，地方政府要尽快进行清理，妥善处置。

银行应提高融资平台贷款的风险权重：对融资平台公司的存量贷款，银行要坚持按照“逐包打开、逐笔核对、重新评估、整改保全”的原则进行全面清理。在贷后管理上，银行应适当提高融资平台公司贷款的风险权重，按照不同情况严格进行贷款质量分类。

监管部门要求，对于地方融资平台贷款，三季度末前必须做到准确分类，提足拨备，年内基本完成对坏账的核销。

6.2 房地产问题

根据我们对 14 家上市银行的统计，2009 年底，房地产按揭贷款余额 37796 亿元，占贷款余额的 16.25%；房地产开发贷款余额 17868 亿元，占贷款余额的 7.68%。2009 年底与 2009 年 6 月底比，房地产按揭贷款增长 23%，房地产开发贷款增长 7.68%，各类贷款余额增长 6.86%。

表8. 房地产贷款占贷款余额的比例

	2008 年			2009.6			2009 年			2009 年下半年新增		
	开发	按揭	合计	开发	按揭	合计	开发	按揭	合计	开发	按揭	合计
工商银行	7.48%	13.07%	20.55%	7.47%	13.07%	20.53%	7.63%	15.26%	22.89%	0.55%	2.86%	3.40%
建设银行	8.68%	16.22%	24.90%	7.86%	16.09%	23.95%	7.44%	18.03%	25.47%	0.06%	2.92%	2.98%
中国银行	8.24%	19.26%	27.50%	7.87%	17.14%	25.00%	7.47%	18.49%	25.96%	0.56%	3.43%	3.99%
交通银行	6.67%	11.44%	18.11%	6.82%	10.05%	16.87%	7.03%	12.23%	19.26%	0.62%	2.78%	3.41%
招商银行	7.35%	18.13%	25.47%	6.47%	17.72%	24.20%	7.63%	23.08%	30.71%	1.35%	5.86%	7.20%
中信银行	6.35%	10.11%	16.46%	4.18%	7.66%	11.84%	4.35%	10.71%	15.06%	0.47%	3.60%	4.07%
浦发银行	9.17%	13.61%	22.78%	8.16%	12.10%	20.26%	8.71%	14.96%	23.67%	0.46%	2.73%	3.20%
民生银行	13.69%	13.28%	26.97%	10.54%	10.28%	20.82%	11.75%	11.28%	23.03%	0.96%	0.76%	1.72%
兴业银行	14.29%	21.25%	35.54%	10.38%	17.69%	28.07%	14.29%	21.25%	35.54%	-0.09%	5.09%	5.00%
华夏银行	6.50%	6.75%	13.25%	6.85%	5.20%	12.05%	7.80%	6.45%	14.25%	1.04%	1.35%	2.38%
深发展	5.60%	23.21%	28.81%	5.01%	21.68%	26.69%	6.47%	16.52%	22.99%	1.70%	-4.12%	-2.43%
北京银行	11.56%	7.29%	18.85%	12.39%	6.44%	18.84%	13.61%	7.80%	21.41%	2.28%	1.91%	4.19%
南京银行	8.47%	7.76%	16.23%	7.58%	6.46%	14.05%	9.59%	8.11%	17.70%	2.76%	2.29%	5.06%
宁波银行	8.94%	17.09%	26.03%	6.81%	7.84%	14.65%	8.94%	17.09%	26.03%	3.60%	10.93%	14.53%

资料来源：各银行，东海证券研究所

按 2009 年底余额计算，按揭贷款占比高的是招商银行（23.08%）、兴业银行（21.25%）、中国银行（18.49%）、建设银行（18.03%）、宁波银行（17.09%）；房地产开发贷款占比高的是兴业银行（14.29%）、北京银行（13.61%）、民生银

行 (11.75%)、南京银行 (9.59%)、宁波银行 (8.94%)。

按 2009 年下半年新增按揭贷款占各类贷款余额的比例衡量, 增长快的依次是宁波银行 (10.93%)、招商银行 (5.86%)、兴业银行 (5.09%)、中信银行 (3.60%), 深发展则在下降。按新增房地产开发贷款占比衡量, 增长快的分别是宁波银行 (3.60%)、南京银行 (2.76%)、北京银行 (2.28%)、招商银行 (1.35%)。

7. 对盈利预测的讨论

7.1 生息资产收益率仍将回升

贷款利率在回升。根据央行数据, 09 年 3、6、9、12 月及 2010 年 3 月, 含票据在内的贷款利率分别为 4.76%、4.98%、5.05%、5.25%、5.51%, 其中一般贷款利率分别为 5.70%、5.70%、5.74%、5.88%、6.04%, 票据利率分别为 1.89%、1.95%、2.48%、2.74%、3.55%。

各类债券的收益率提高幅度更大。2009 年上半年, 一年期国债、政策性金融债券分别为 1.01%、1.28%, 三年期分别为 1.68%、2.01%; 2010 年上半年 (截止 6 月 20 日), 一年收益率为 1.67%、2.15%, 三年期为 2.43%、2.89%。

2009 年第二季度, 是息差的最低点, 此后逐季度缓慢提高。2010 年 1 季度, 5 家银行的息差较 2009 年全年提高了近 20 个 bp 或更多, 另外 3 家提高近 10 个 bp。估计全年回升约 20 个 bp。

表9. 各银行息差变化情况

NIM	2007	2008	2009	2009.3	2009.6	2009.9	2010.3	10 年 3 月较 2009 年
工商银行	2.80%	2.95%	2.26%	2.43%	2.25%	2.33%	2.36%	0.10%
建设银行	3.18%	3.24%	2.41%	2.58%	2.46%	2.41%	2.39%	-0.02%
中国银行	2.76%	2.63%	2.04%	2.14%	2.04%	2.03%	2.00%	-0.04%
交通银行	2.84%	3.01%	2.29%	2.25%	2.20%	2.21%	2.41%	0.12%
招商银行	3.11%	3.43%	2.23%	2.47%	2.24%	2.21%	2.49%	0.26%
浦发银行	3.12%	3.05%	2.31%	2.08%	2.08%	2.22%	2.64%	0.33%
中信银行	3.12%	3.33%	2.51%	2.52%	2.47%	2.51%	2.67%	0.16%
民生银行	2.82%	3.12%	2.59%	2.50%	2.43%	2.50%	2.84%	0.25%
兴业银行	2.85%	2.86%	2.33%	2.27%	2.18%	2.27%	2.40%	0.07%
华夏银行	2.65%	2.49%	2.01%	1.85%	1.46%	1.57%	2.31%	0.30%
深发展	3.10%	3.02%	2.47%	2.77%	2.62%	2.49%	2.42%	-0.05%
北京银行	2.33%	2.91%	2.37%	2.37%	2.30%	2.32%	2.37%	0.00%
宁波银行	3.26%	3.40%	2.76%	3.19%	2.69%	2.81%	2.71%	-0.05%
南京银行	2.98%	3.15%	2.67%	2.66%	2.62%	2.57%	2.54%	-0.13%
简单平均	2.92%	3.04%	2.38%	2.43%	2.29%	2.32%	2.47%	0.09%

资料来源: 各银行, 东海证券研究所

7.2 资产减值损失会增加

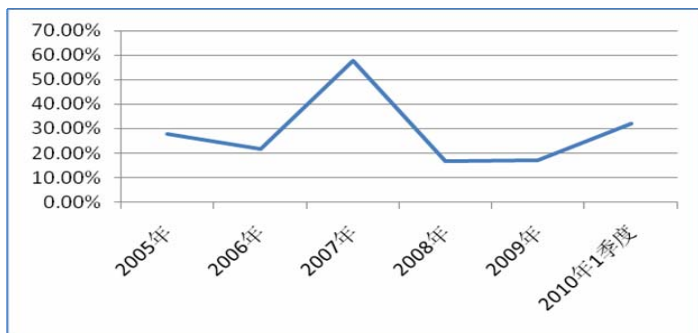
受房地产政策、地方政府融资平台等的影响，不良贷款及不良贷款形成率或将增加，资产减值损失及信贷成本也将增加。不良贷款及拨备的变化对银行2010年的业绩将产生较大且目前难以确定的影响。

7.3 2010年银行业绩估计

2009年，上市银行税前利润同比增长16.96%，与2008年增速基本持平。2010年1季度同比增长32.17%。如果2010年其余季度的税前利润规模平均与1季度大体相同，那么全年利润增速将接近30%。但考虑到其余几个季度的成本收入比及资产减值损失支出的增加，我们预测2010年上市银行净利润可能增长18.64%（由于存在很多变数，实际的增幅上下变动可能较大，在0-30%区间都是可能的）。如是，则2008-2010年，银行业绩增速也基本相同。

此外，在评估较长时间的银行业绩时，还应该考虑到高额法定准备率及营业税的影响。以工商银行为例，如果将法定准备率下调到6%，其2009年税前利润将增加8.58%；如果取消营业税，税前利润将增加10.86%。仅此两项，税前利润就将增长约20%。

图6. 上市银行税前利润增速



资料来源：各银行，东海证券研究所

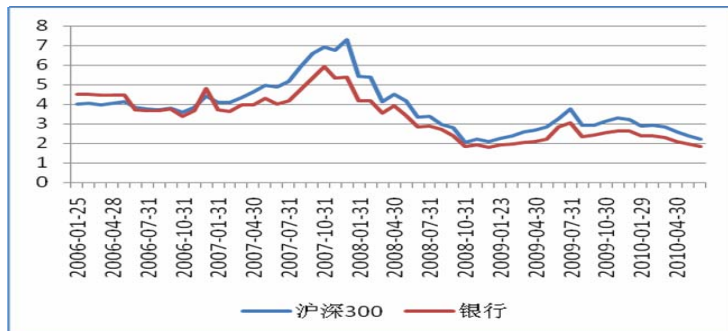
8. 目前银行股的估值水平

目前银行的估值已达到或接近于历史最低水平（2008年底），其投资价值越来越明显。

8.1 市净率

截止6月30日，万得银行指数的P/B1.84倍（按最新报告期计算B），基本上是历史上最低水平。沪深300指数P/B2.20倍，高出历史最低水平不足10%。

图7. 银行股市净率

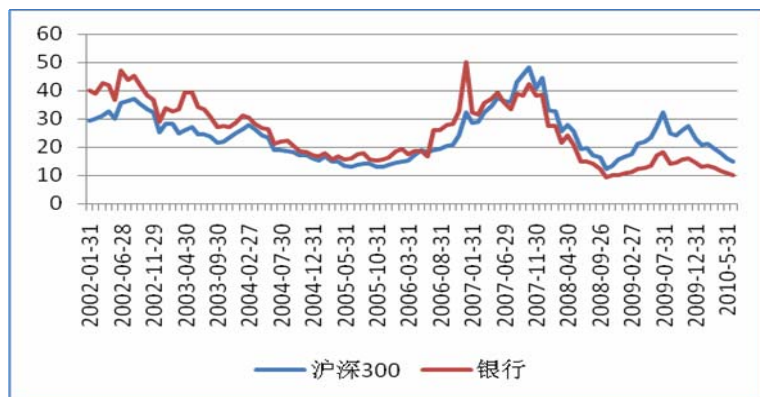


资料来源: WIND, 东海证券研究所

8.2 市盈率

截止 6 月 30 日, 万得银行指数的 P/E10.21 倍, 与历史最低水平大体持平。沪深 300 指数 P/E14.99 倍, 高出历史最低水平约 11%。

图8. 银行股市市盈率



资料来源: WIND, 东海证券研究所

8.3 2010 年以来市场表现

2010 年 1-6 月, 万得银行指数下跌 23.31%, 沪深 300 指数下跌 28.32%, 前者表现好于后者。

上半年, 尽管银行股指数表现好于沪深 300 指数, 但所有银行股均未获得正收益。华夏银行 (-10.47%)、浦发银行 (-18.47%)、中国银行 (-21.71%)、民生银行 (-23.51%)、招商银行 (-23.54%)、建设银行 (-23.58%)、工商银行 (-25.37%)、深发展 (-28.15%) 好于沪深 300 指数 (-28.32%)。

9. 盈利预测与估值

我们预测, 2010 年上市银行整体净利润增长 18.64%, 但区间可能在 0-30%

之间。

行业评级：增持

个股方面，建议买入深发展、民生银行、南京银行，增持其他上市银行

表10. 各银行盈利预测及 P/E

	EPS			股价	PE			投资 评级
	2009	2010	2011		2009	2010	2011	
工商银行	0.39	0.45	0.52	4.06	10.41	9.02	7.81	增持
建设银行	0.46	0.54	0.62	4.70	10.22	8.70	7.58	增持
中国银行	0.31	0.36	0.42	3.39	10.94	9.42	8.07	增持
交通银行	0.59	0.65	0.80	6.01	10.19	9.25	7.51	增持
招商银行	1.00	1.32	1.66	13.01	13.01	9.86	7.84	增持
浦发银行	1.62	1.49	1.83	13.60	8.40	9.13	7.43	买入
中信银行	0.37	0.47	0.57	5.40	14.59	11.49	9.47	增持
民生银行	0.63	0.78	0.91	6.05	9.60	7.76	6.65	买入
兴业银行	2.66	2.60	3.08	23.03	8.66	8.86	7.48	增持
华夏银行	0.75	1.11	1.54	11.12	14.83	10.02	7.22	增持
深发展	1.62	2.20	2.70	17.51	10.81	7.96	6.49	买入
北京银行	0.90	1.11	1.32	12.13	13.48	10.93	9.19	增持
宁波银行	0.58	0.70	0.88	11.02	19.00	15.74	12.52	增持
南京银行	0.84	0.82	1.07	10.04	11.95	12.24	9.38	买入

资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名: 李文, 博士研究生, 具有 3 年银行工作经历和 9 年证券分析经历

跟踪范围: 银行股

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122