

息差潜力释放 风控表现出色

—— 银行中报点评

研究结论

- 银行 2010 年中报业绩表现较好。净利润同比增速为 30.53%，其中 2 季度利润环比增长 4.70%。目前银行净利润占 A 股的比例已经达到 43.95%，不过上半年银行的净利润增速要略低于 A 股平均水平。归因来看，规模增长（20.06%）、息差扩大（6.33%）和拨备释放（5.50%）是主因。
- 息差反弹，但潜力已基本释放。2 季度上市银行息差反弹 7BP，基本回到 2009 年 4 季度的阶段高点水平。对比 2010 年上半年与 2009 年下半年，我们看到银行的存贷利差和同业往来利差都有所扩大，但债券投资收益率继续下行。（1）存贷利差扩大 5BP，主因是负债成本的下降，判断主要受到存款活期化的影响。中小银行的贷款收益率有所提高，主要是因为扩大了对以房地产开发贷款为代表的风险贷款的占比。（2）同业往来利差改善 17BP，主要是受到货币市场利率上行的推动。（3）债券收益率比 2009 年下半年下降 12BP。估计银行在 2008 年之前购买的高息债券占比仍超过 40%，这些债券未来逐步到期将对息差继续产生压力。由于我们判断 CPI 见顶对存款活期化和货币市场利率上行将构成抑制，而经济下行会抑制银行的信用风险敞口，再加上高息债券到期，息差进一步扩大的空间已然十分有限。
- 存款活化催生手续费收入快速增长。2010 年上半年银行手续费收入同比增长 35.14%，完全符合我们的预期。银行卡收入继续快速增长，而存款活期化推动了理财、代理业务的火爆，再加上银行议价能力提升变相表现为融资、咨询顾问类收入较快增长，构成了上半年手续费收入增长的主因。
- 贷款质量滞后性稳定，拨备释放。一方面前期经济表现较好，另一方面资产价格不断上升，银行的贷款质量处于有史以来最好的阶段，多家银行发生回拨现象。因此，我们看到（1）大部分银行持续双降；（2）多家银行不良率已经非常低；（3）10 家银行的拨备覆盖率超过了 200%；（4）因此银行的拨备开始反哺利润，信用成本率同比下降 11BP。判断当前的不良生成率不可持续，不过信用成本率有较大的缓冲空间。
- 资本仍需进一步补充，杠杆率将继续降低。上半年虽然有 3 家银行进行了融资，但银行平均核心资本充足率发生下降。为满足当前的监管要求，12 家银行还需补充资本，银行的财务杠杆率将继续下降。同时上半年银行的资产风险系数也有所增大，这一趋势是和贴现占比下降、债券占生息资产比重下降等现象相关的，这也是息差上升所付出的财务代价之一。
- 2010 年的银行业中报是华丽的，不过向后看盈利驱动因素进一步改善的空间已经非常有限，行业基本面的向上催化剂明显不足。不过目前行业估值处于低估状态，再加上板块权重已经接近 30%且个股间同质性很高，因此近期的市场表现可概括为“涨不动，跌不动”。行业的投资机会，更多地体现为下跌中后段的防御性，以及上涨后段的补涨要求。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

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 9 月 1 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-5.89

-4.69

-1.21

相对表现 (%)

-7.08

-9.37

-3.79

资料来源：WIND

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	13.54	买入
交通银行	0.62	0.69	0.84	6.02	增持
民生银行	0.54	0.66	0.82	5.39	买入
南京银行	0.84	0.98	1.24	11.13	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

重申稳定增长基础上的中报行情	2010-7-28
同比增长稳定 中报行情可期	2010-6-27
银行涉房贷款质量将好于预期	2010-5-24

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目 录

1、银行中报实现较快增长	4
1.1 因基数原因，同比增速略有放缓	4
1.2 新股上市推动银行净利润占 A 股比例继续扩大	5
1.3 归因分析：规模、息差与拨备正贡献	5
2、息差反弹，但潜力已经基本释放	6
2.1 息差反弹至前期高点	6
2.2 反弹动力来自存款活化、货币市场利率上行以及信用风险敞口的扩大	7
2.3 预计后续息差上升空间将十分有限	11
3、存款活化催生手续费收入快速增长	11
3.1 手续费收入的快速增长符合我们此前预期	11
3.2 银行卡、理财和托管是主要增长动力	12
3.3 手续费收入仍会有较快增长	13
4、贷款质量滞后性稳定，拨备释放	13
4.1 不良生成率降至 2007 年的最好水平	14
4.2 不良贷款持续双降	15
4.3 覆盖率上升，拨备反哺	16
4.4 结论：长期内不良生成率有反弹要求，但拨备有缓冲	18
5、资本仍需进一步补充，杠杆率将继续降低	19
5.1 银行上半年资本充足水平下降	19
5.2 资产风险系数增大	19
5.3 结论：银行还需继续减杠杆	20
6、结论与投资建议	20

图表目录

图 1：农行、光大上市推动银行利润占全部上市公司比例扩大至 44%.....	5
图 2：上半年息差处于历史较低水平.....	6
图 3：2 季度息差基本反弹至 2009 年 4 季度的前期高点.....	7
图 4：除了中行和宁波之外，其他银行贷款收益率的差异与房地产开发贷款占比有直接关系.....	9
图 5：上市银行的不良生成率处在历史最好水平.....	15
表 1：2010 年中期，银行实现 32.32%的净利润同比增速.....	4
表 2：归因来看，规模、息差与拨备是中期业绩增长的主要驱动因素.....	5
表 3：对比 2009 年下半年，资产端和负债端平均利率都在下降.....	7
表 4：只是由于存款成本下降得更快，存贷利差才有所扩大.....	8
表 5：贷款收益上升的中小银行，房地产开发贷款占比都在往上走.....	9
表 6：2008 年底，剩余到期日超过 1 年的贷款仅占 7.23%.....	10
表 7：与存款不同，同业业务的资产收益率上升是利差扩大主因.....	10
表 8：2008 年底，剩余到期日超过 1 年的债券占比达到 72.03%之多.....	11
表 9：2010 年银行手续费收入实现较高增速.....	12
表 10：手续费收入增长较快的主要是创新类业务.....	12
表 11：卡均手续费收入仍然保持增长.....	13
表 12：多家银行为负的不良生成率说明当期发生了明显的回拨现象.....	14
表 13：2 季度，13 家银行不良贷款余额环比下降.....	15
表 14：9 家银行的不良率已经降至 1%以内.....	16
表 15：风控表现出色，因此上半年银行信用成本率出现下降，反哺利润.....	16
表 16：大多数银行的拨备覆盖率已经超过 200%，某些甚至达到 300%.....	17
表 17：组合计提覆盖率的改善更能说明银行拨备缓冲的增强.....	18
表 18：根据 2010 年中报的核心资本充足率，12 家银行有再融资压力.....	19
表 19：息差的上升，在某种程度上以资产风险系数为代价.....	19

1、银行中报实现较快增长

1.1 因基数原因，同比增速略有放缓

2 季度环比增长较快，但由于基数原因，同比增速略有放缓。2010 年中期，16 家上市银行共实现净利润 3434.98 亿元。农行、光大外的 14 家银行来看，上半年共实现净利润 2908.24 亿元，同比增速为 30.53%，比 1 季度的 31.80%略有降低。这种放缓主要是由于基数原因，上市银行环比仍有较快增长。14 家银行 2 季度实现净利润 1487.50 亿元，环比增长 4.70%，仍有较快环比增长。

表 1：2010 年中期，银行实现 32.32%的净利润同比增速

	净利润				净利润同比增速	
	2009Q1	2009H	2010Q1	2010H	2010Q1	2010H
工行	351.53	663.13	415.47	846.03	18.19%	27.58%
建行	262.56	558.06	351.64	707.41	33.93%	26.76%
中行	185.09	410.05	261.75	520.22	41.42%	26.87%
农行		327.14	249.70	458.40		40.12%
交行	79.46	155.79	104.51	204.57	31.53%	31.31%
招行	42.08	82.62	59.09	132.03	40.42%	59.80%
中信	32.29	70.47	43.12	106.85	33.54%	51.62%
民生	24.99	73.74	42.69	88.66	70.83%	20.23%
民生（扣除海通股权）	17.37	36.98	42.69	88.66	145.77%	139.75%
兴业	29.41	62.23	40.79	87.64	38.69%	40.83%
浦发	29.60	67.81	41.06	90.81	38.72%	33.92%
光大				68.34		
华夏	7.02	16.66	13.07	30.08	86.18%	80.55%
深发展	11.22	23.11	15.78	30.33	40.64%	31.24%
北京	15.03	29.24	20.92	39.02	39.19%	33.45%
南京	4.13	8.01	5.87	11.97	42.13%	49.44%
宁波	3.54	7.06	4.98	12.63	40.68%	78.90%
算术平均					42.58%	42.32%
除农行、光大外 14 家银行合计	1095.32	2264.96	1463.43	2996.91	33.61%	32.32%

资料来源：东方证券研究所

上半年净利润增长超过 50% 的银行包括民生（经常性损益部分）、华夏、宁波、招行和中信。净利润增长最快的这几家银行，主要是息差弹性大的银行，而宁波是规模成长型的城商行。

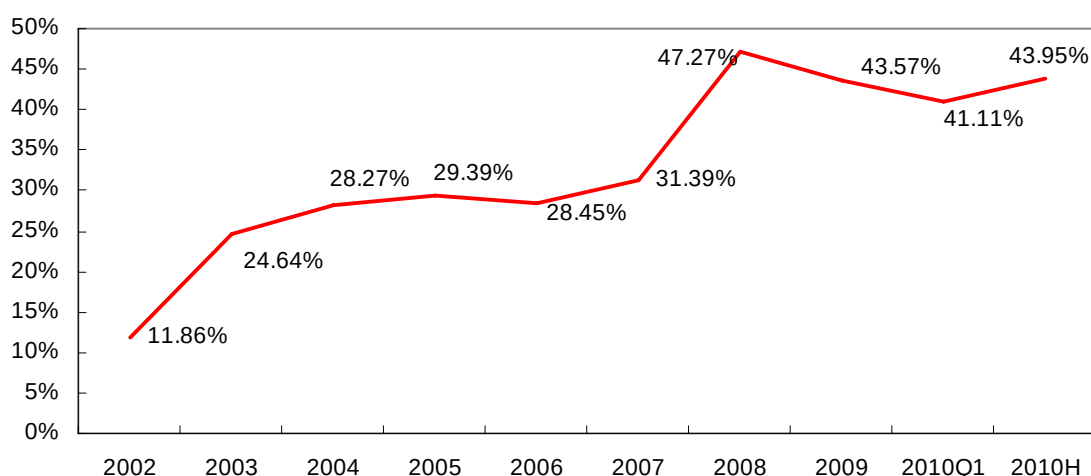
净利润增速稍慢的银行包括建行、中行和工行，原因在于国有银行规模增速较低且息差弹性偏弱。

1.2 新股上市推动银行净利润占 A 股比例继续扩大

2010 年上半年，上市银行净利润占 A 股的比例进一步扩大至 43.95%，创下 2008 年以来的新高。2002–2008 年，银行净利润占比不断扩大一方面与大量银行上市有关，另一方面也与加息周期下银行净利润的快速增长有关。而 2010 年上半年银行净利润占比的扩大，主要是与农行和光大银行的上市相关联。若剔除农行和光大，原 14 家银行占 A 股市场净利润的比例将下降至 39.89%。

银行净利润虽然实现了较快增长，但低于同期 A 股上市公司利润的总体增速，因此反映为 14 家银行利润占比的下降上。从截止 8 月 29 日已披露中报的 1775 家公司来看，净利润同比增速达到 45%，其中沪深 300 指数公司的中期利润同比增长 42.2%，高于银行业绩的同比增速。

图 1：农行、光大上市推动银行利润占全部上市公司比例扩大至 44%



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

1.3 归因分析：规模、息差与拨备正贡献

由于农行、光大数据的缺失，我们对其他 14 家上市银行采取整体法进行归因分析。

同比来看，规模增长、息差扩大、信用成本下降是同比实现 30% 以上增长的主因，手续费收入也有小幅正贡献。此外，由于收入增长较快，成本收入比的降低也产生了正面的推动。环比来看，2 季度 4.7% 的增长主要是由规模和息差推动的。

表 2：归因来看，规模、息差与拨备是中期业绩增长的主要驱动因素

	上半年累计同比	2 季度环比
生息资产	20.06%	5.02%
息差变化	6.33%	3.13%
手续费收入	1.74%	-1.92%
其他非息收入	-3.05%	-1.08%
营业税金	0.36%	-0.04%
业务费用	1.83%	-1.66%

计提拨备	5.50%	0.80%
其他营业成本和营业外收支	-1.66%	0.45%
所得税率	-0.75%	-0.05%
少数股东损益	0.17%	0.05%
净利润	30.53%	4.70%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

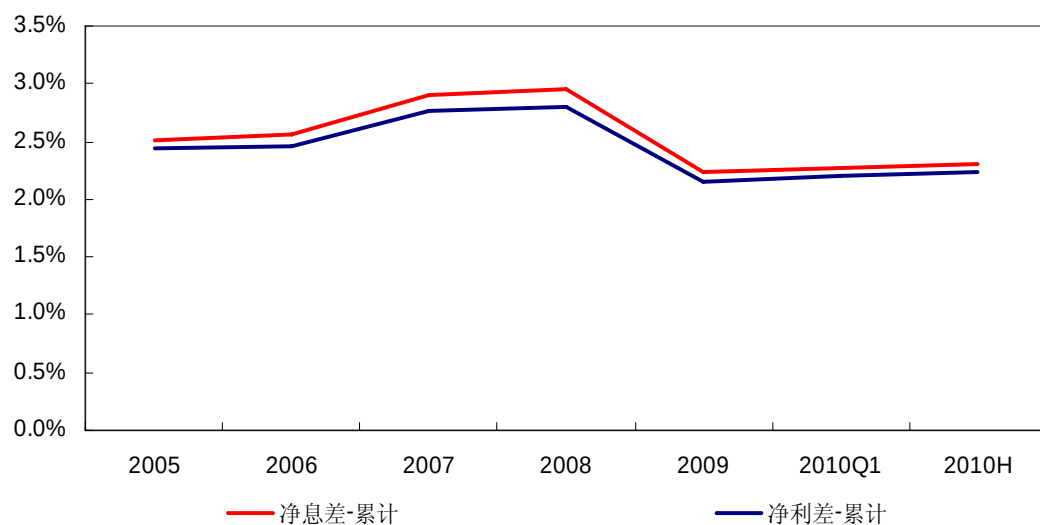
规模、息差、手续费收入、信用成本这几个因素中，规模的影响在预期之内，我们主要关注的是息差、手续费收入和信用成本在上半年的变化情况。

2、息差反弹，但潜力已经基本释放

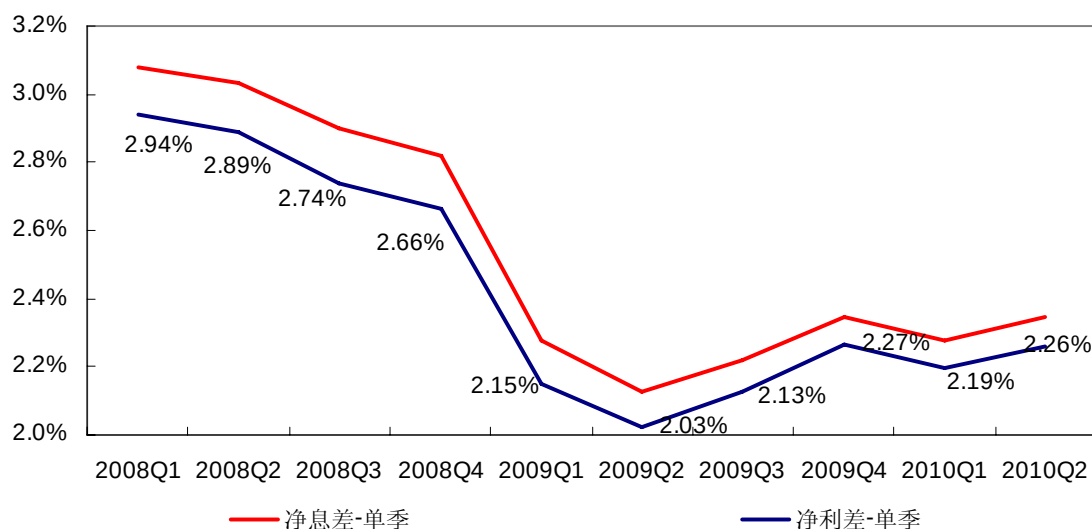
2.1 息差反弹至前期高点

2010年1季度，上市银行的净息差曾在2009年4季度冲高的基础上有平均8个BP的下降。2季度，息差则有7个BP的反弹，基本上回到2009年4季度的阶段高点附近。

图 2：上半年息差处于历史较低水平



资料来源：东方证券研究所

图 3：2 季度息差基本反弹至 2009 年 4 季度的前期高点


资料来源：东方证券研究所

2.2 反弹动力来自存款活化、货币市场利率上行以及信用风险敞口的扩大

2.2.1 NIM 的拆解：资产端和负债端收益率都在下降

由于缺乏 1、2 季度的细分数据，我们将更多地比较 2010 年上半年相对于 2009 年下半年的息差提升动力。拆细来看，2010 年上半年资产端的收益相对 2009 年下半年出现了下降（2BP），但由于负债端的成本下降更快（5BP），因此净利差和净息差分别有 3BP 的反弹。

表 3：对比 2009 年下半年，资产端和负债端平均利率都在下降

	2009H2				2010H1			
	生息资产	计息负债	净利差	净息差	生息资产	计息负债	净利差	净息差
工行	3.60%	1.42%	2.18%	2.26%	3.58%	1.33%	2.25%	2.33%
建行	3.69%	1.42%	2.27%	2.36%	3.62%	1.33%	2.28%	2.37%
中行	3.30%	1.31%	1.99%	2.07%	3.23%	1.30%	1.93%	2.01%
农行					3.63%	1.28%	2.35%	2.41%
交行	3.76%	1.57%	2.19%	2.27%	3.80%	1.58%	2.22%	2.30%
招行	3.45%	1.34%	2.11%	2.19%	3.64%	1.28%	2.36%	2.44%
中信	4.17%	1.48%	2.69%	2.80%	3.74%	1.33%	2.41%	2.50%
民生	4.16%	1.59%	2.57%	2.64%	4.31%	1.51%	2.80%	2.88%
兴业	3.97%	1.65%	2.32%	2.40%	3.95%	1.68%	2.27%	2.35%
浦发	3.83%	1.61%	2.23%	2.31%	3.91%	1.55%	2.36%	2.44%
光大					4.07%	1.85%	2.21%	2.29%
华夏	3.89%	1.87%	2.02%	2.11%	4.52%	2.24%	2.27%	2.38%

深发展	3.94%	1.57%	2.36%	2.41%	4.06%	1.64%	2.41%	2.47%
北京	3.64%	1.42%	2.22%	2.33%	3.70%	1.46%	2.23%	2.34%
南京	3.90%	1.50%	2.40%	2.53%	4.06%	1.68%	2.38%	2.50%
宁波	4.37%	1.62%	2.75%	2.85%	4.29%	0.87%	3.42%	2.64%
14 家银行 平均	3.64%	1.44%	2.20%	2.28%	3.62%	1.39%	2.23%	2.31%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.2.2 存贷利差拆解

进一步拆细来看，2010 年上半年贷款端的收益率也比 2009 年下半年出现下降，只是存款端下降更快，因此存贷利差才有 5BP 的扩大。这似乎与我们的预期相悖：在 2010 年严格的信贷政策监管下，银行议价能力本应有明显上升。

表 4：只是由于存款成本下降得更快，存贷利差才有所扩大

	2009H2			2010H1		
	贷款	存款	存贷利差	贷款	存款	存贷利差
工行	5.00%	1.42%	3.58%	4.95%	1.32%	3.63%
建行	5.11%	1.35%	3.76%	4.97%	1.26%	3.71%
中行	4.19%	1.31%	2.87%	4.12%	1.25%	2.86%
农行				5.13%	1.26%	3.88%
交行	4.94%	1.36%	3.58%	4.98%	1.27%	3.71%
招行	4.73%	1.21%	3.52%	5.07%	1.18%	3.89%
中信	5.20%	1.43%	3.77%	4.91%	1.25%	3.66%
民生	5.28%	1.42%	3.86%	5.58%	1.36%	4.22%
兴业	5.27%	1.44%	3.84%	5.35%	1.41%	3.94%
浦发	5.22%	1.51%	3.71%	5.18%	1.41%	3.78%
光大						
华夏	5.19%	1.33%	3.86%	5.49%	1.33%	4.16%
深发展	4.63%	1.51%	3.12%	4.89%	1.49%	3.40%
北京	4.99%	1.27%	3.72%	5.17%	1.33%	3.84%
南京	5.44%	1.39%	4.05%	5.73%	1.35%	4.38%
宁波	5.82%	1.34%	4.47%	6.20%	1.34%	4.86%
14 家银行平均	4.88%	1.37%	3.51%	4.85%	1.29%	3.56%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

我们这里也注意到一个结构性特征：工建中等大银行贷款收益率普遍下降，而除了中信和浦发之外的中小银行的贷款收益率都出现上升。我们认为，这种差异性主要是由于中小银行信用风险敞口增加更快所致，银行信用风险敞口的变化从房地产开发贷款占比的变动中可见一斑。2009 年中期以来，3 家城商行房地产开发贷款占比普遍保持稳定甚至略有下降，但中小银行普遍加大了房地产开

发贷款的配置比例。从过去的经验来看，房地产开发贷款占比对贷款收益率有直接的正面影响，且代表了银行对信用风险敞口的承担程度。

表 5：贷款收益上升的中小银行，房地产开发贷款占比都在往上走

	2008	2009H	2009	2010H
工行	7.52%	7.28%	7.36%	7.92%
建行	8.68%	7.86%	7.44%	7.08%
中行	8.24%	7.87%	7.47%	7.88%
农行	10.84%		10.32%	11.60%
交行	6.67%	6.82%	7.03%	7.57%
招行	5.67%	6.74%	6.07%	8.39%
中信	6.35%	4.18%	3.50%	5.07%
民生	13.69%	10.54%	11.75%	12.77%
兴业	11.81%	10.38%	9.39%	10.04%
浦发	9.17%	8.16%	8.71%	9.65%
光大	6.83%		9.84%	
华夏	6.50%	6.85%	7.80%	8.16%
深发展	5.60%	5.01%	6.47%	6.50%
北京	11.56%	12.39%	13.60%	13.27%
南京	8.47%	7.58%	9.53%	9.71%
宁波	5.75%	6.81%	8.94%	8.94%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

图 4：除了中行和宁波之外，其他银行贷款收益率的差异与房地产开发贷款占比有直接关系



资料来源：东方证券研究所

而存款成本率的持续较快下降，部分原因与存款重定价有关，但由于 2009 年底整个行业剩余到期日为 1 年以上的存款占比只有 6.17%，因此我们判断该因素为次要因素。我们认为主要因素仍然是存款活期化，即近期以来不断上行的 CPI 加深了存款负利率状况，造成活期存款占比上升，并降低了银行的负债成本。

表 6：2008 年底，剩余到期日超过 1 年的贷款仅占 7.23%

	贷款	存款
逾期/即时偿还	0.76%	50.47%
3 个月内	14.58%	18.59%
3 个月到 1 年	35.27%	23.70%
1-5 年	24.91%	7.05%
5 年以上	24.03%	0.18%
无期限	0.45%	-

资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.2.3 同业往来利差拆解

由于货币市场利率 2 季度走高，银行的同业往来利差同样获得提升。2010 年上半年银行的同业往来资产收益率比 2009 年下半年提高了 29BP，而负债成本相对稳定，因此同业往来利差扩大了 17BP。

表 7：与存款不同，同业业务的资产收益率上升是利差扩大主因

	2009H2			2010H1		
	同业资产	同业负债	同业利差	同业资产	同业负债	同业利差
工行	1.22%	1.33%	-0.11%	1.52%	1.28%	0.24%
建行	1.34%	1.84%	-0.50%	1.47%	1.77%	-0.29%
中行	1.42%	1.01%	0.41%	1.50%	1.32%	0.18%
农行				1.53%	1.44%	0.09%
交行	1.46%	2.15%	-0.69%	1.47%	2.61%	-1.14%
招行	0.79%	1.67%	-0.87%	0.88%	1.38%	-0.49%
中信	1.03%	1.24%	-0.21%	1.36%	1.60%	-0.25%
民生	2.00%	2.04%	-0.03%	1.63%	1.83%	-0.19%
兴业	2.39%	1.72%	0.68%	2.68%	1.92%	0.77%
浦发	1.49%	2.11%	-0.62%	1.86%	2.21%	-0.35%
华夏	3.08%	3.24%	-0.16%	4.45%	4.94%	-0.49%
深发展	2.95%	1.42%	1.54%	3.56%	1.97%	1.59%
北京	1.23%	2.16%	-0.93%	1.34%	0.00%	1.34%
南京	1.81%	1.79%	0.02%	2.21%	2.47%	-0.25%
宁波	1.70%	1.57%	0.12%	2.32%	1.11%	1.20%
14 家银行平均	1.51%	1.68%	-0.18%	1.80%	1.81%	-0.01%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.2.4 债券投资收益率仍在不断下降

在这里可能会有这样的疑问：为什么 2010 年上半年比 2009 年下半年，存贷利差扩大了 5BP，同业往来利差扩大了 17BP，而净息差仅仅扩大了 3BP？原因在于占生息资产 20%左右的债券投资收益率仍是在不断下降的。2009 年下半年，14 家银行整体来看，债券投资收益率为 2.91%，而到了 2010 年上半年则下降到了 2.79%。从 2008 年底上市银行合计的债券剩余到期日结构来看，剩余到期日在 1 年以上的债券占到 72.03%，这意味着在 2010 年年初，银行债券组合中仍有 61.87%（考虑到了债券规模增长的稀释作用）为 2008 年之前购买的高息债券。当然，某些银行为了平滑业绩，在 2009 年将这有浮盈的高息债券出售变现，但即使如此，目前高息债券的占比估计仍然在 40% 以上。这些债券的逐步到期，对于银行息差将产生持续的负面影响。

表 8：2008 年底，剩余到期日超过 1 年的债券占比达到 72.03%之多

	2008	2009
3 个月内	9.35%	10.20%
3 个月到 1 年	18.63%	30.09%
1-5 年	48.08%	33.22%
5 年以上	23.95%	26.49%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.3 预计后续息差上升空间将十分有限

从 2009 年 2 季度至今，银行息差已经有 22BP 的升幅。息差的上升，可以归结为多方面原因：（1）CPI 上升，存款真实利率降低推动存款活期化；（2）货币市场利率反弹；（3）银行加信用风险敞口，表现为房地产开发贷款占比的上升；（4）结构调整，包括贴现占比下降、贷款占生息资产比重上升。在不加息的前提下，这些结构调整因素帮助银行获得了较快的息差反弹。

但我们认为，若不能加息，息差上述反弹的潜力已经释放完毕。（1）活期存款占比已经反弹至历史高点附近，进一步上行空间非常有限，若 CPI 上行的趋势逐步缓解并进入下行轨道，未来可能面临存款缓慢定期化的局面。（2）CPI 的回落对货币市场利率影响偏负面。（3）银行的经济预期有滞后特征。经济若发生温和下滑，银行将难有进一步加信用风险杠杆的行为。（4）预计下半年贴现占比将有反弹。（5）高息债券的逐步到期仍将构成对息差的长期压力。（6）2 季度揽存大战对负债成本的影响要等到 3 季度才能充分体现。

而加息的前景亦不乐观。（1）经济面临下滑压力；（2）人民币升值对加息有替代作用；（3）贷款加息会加剧巨额地方政府债务的偿付压力，可能为化解地方政府融资平台贷款问题造成不必要的压力。

3、存款活化催生手续费收入快速增长

3.1 手续费收入的快速增长符合我们此前预期

我们曾在今年的年度策略报告中预测今年银行的手续费收入将是一个丰收年，同比增速将达到30%以上，理由是（1）名义GDP提速，国际结算反弹，推动结算类手续费收入增长回暖。（2）存款活期化的同时财富管理需求将加速，利好银行代理、理财等收入快速增长。（3）银行卡发卡量继续投放，卡均收入进一步增加，银行卡相关收入增长稳定快速。（4）信贷额度管控造成银行议价能力上升，贷款收益提升将会以咨询顾问等手续费收入形式表现。

以上预期在中报中得到完全验证。2010年上半年，16家上市银行实现手续费及佣金净收入1498.29亿元，从剔除农行、光大之外的14家银行来看，同比增速达到35.14%。

表 9：2010 年银行手续费收入实现较高增速

	2008	2009H	2009	2010H
工行	27.97%	13.33%	25.33%	32.96%
建行	22.78%	16.13%	25.00%	43.63%
中行	45.33%	2.64%	15.19%	23.31%
农行	3.49%		49.76%	31.98%
交行	22.94%	17.69%	28.99%	30.11%
招行	20.27%	-1.27%	3.22%	32.26%
中信	46.39%	20.06%	38.59%	52.53%
民生	86.55%	-25.20%	4.55%	96.21%
兴业	72.86%	-6.32%	18.76%	64.91%
浦发	58.89%	18.47%	22.98%	71.32%
光大	82.69%		45.22%	
华夏	82.33%	48.34%	24.51%	35.22%
深发展	63.51%	25.63%	38.69%	56.85%
北京	65.03%	29.64%	32.96%	46.71%
南京	235.40%	129.10%	48.90%	43.46%
宁波	119.11%	21.57%	20.30%	23.72%
14 家上市银行	33.11%	9.50%	21.34%	36.09%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

3.2 银行卡、理财和托管是主要增长动力

表 10：手续费收入增长较快的主要是创新类业务

		2010H	2009H	同比增速
传统业务	国内国际结算清算	26414	20037	31.83%
	担保承诺	12432	9962	24.79%
创新业务	银行卡	22365	16618	34.58%
	代理	15432	11991	28.69%
	融资顾问	16575	12906	28.42%

理财	11017	7716	42.78%
投行	8840	7146	23.71%
托管	9713	6389	52.02%
其他	539	417	29.08%
其他类	9769	5592	74.70%
合计	133096	98484	35.14%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

首先，银行卡手续费收入仍然保持了较快的增长，上半年的同比增速达到 34.58%。在发卡量继续较快增长的同时，卡均手续费收入继续有所增长。

表 11：卡均手续费收入仍然保持增长

	2009H	2009	2010H
工行	16.34	32.44	19.33
建行	13.34	33.25	17.97
中行	17.77	36.79	25.31
农行		13.19	7.70
招行	17.19	30.90	19.51
民生		39.65	8.92
浦发	14.64	28.09	11.52

资料来源：上市公司，东方证券研究所

其次，理财市场火爆，收入同比增速超过 40%。在此推动下，代理类收入也有不错的增长。

再次，融资顾问类收入增长也比较快，这多是利息收入的变相体现，反映了银行议价能力的提升。

最后，托管业务收入暴涨，银行的渠道优势开始转化为收入。

3.3 手续费收入仍会有较快增长

虽然下半年银信产品表内化将侵蚀一部分收入，但（1）银行卡业务继续保持较快发展；（2）信贷相对紧张，融资顾问类收入增速短期内不会回落；（3）特别是大银行的渠道优势依然明显，托管相关收入仍能保持高增长。预计今年全年银行的手续费收入同比增速将达到 30%以上，2011 年及往后能够维持在 15—20%。

4、贷款质量滞后性稳定，拨备释放

从 2009 年下半年开始，中国经济又进入一个繁荣周期。由于银行的贷款质量表现通常稍有滞后，因此我们看到 2010 年上半年商业银行风控表现非常出色。

4.1 不良生成率降至 2007 年的最好水平

2010 年上半年, 银行的净不良生成率水平普遍比 2009 年继续有所改善, 某些银行甚至下降到-30BP 以下。

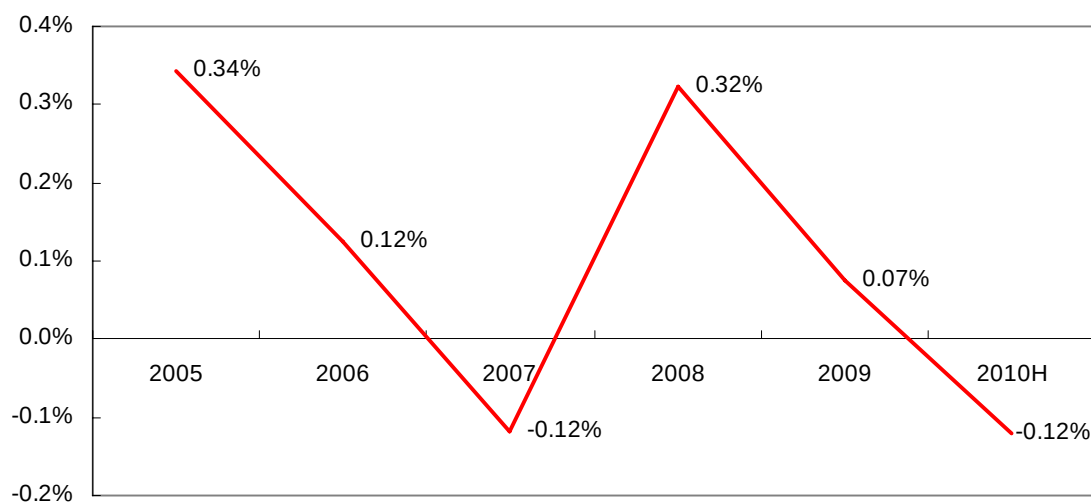
表 12: 多家银行为负的不良生成率说明当期发生了明显的回拨现象

	2008	2009	2010H
工行	0.12%	-0.08%	-0.16%
建行	0.15%	-0.12%	-0.14%
中行	0.14%	-0.09%	-0.30%
农行	1.15%	-0.36%	-0.62%
交行	0.39%	0.15%	0.24%
招行	-0.01%	0.08%	-0.13%
中信	0.24%	0.29%	-0.03%
民生	0.41%	0.11%	0.06%
兴业	0.10%	-0.01%	0.04%
浦发	0.17%	-0.02%	-0.15%
光大	0.27%	-0.13%	-0.37%
华夏	0.51%	0.51%	0.04%
深发展	0.02%	0.22%	-0.02%
北京	0.03%	-0.06%	-0.30%
南京	0.61%	0.40%	-0.03%
宁波	0.85%	0.32%	-0.07%

资料来源: 上市公司, 东方证券研究所

上市银行平均不良生成率指标在 2007 年降至历史低点后, 今年上半年再次达到-12BP 的水平。银行也普遍认为, 今年是多年来银行贷款质量最好的年份。我们认为, 不良生成率如此之低的原因有两个: (1) 经济进入繁荣期, 经过 10 年的快速成长, 目前中国实体企业 ROA 处于历史最好水平。

(2) 2009 年初以来的资产价格上涨, 大幅度改善了银行贷款抵押品的风险抵偿功能。(3) 2008 年底, 商业银行曾从严认定了一批不良贷款, 经过 2009 年的超预期复苏, 银行发现这些不良贷款的质量明显好于预期, 因此多家银行发生回拨现象。

图 5：上市银行的不良生成率处在历史最好水平


资料来源：东方证券研究所

4.2 不良贷款持续双降

不良生成率为负数，意味着商业银行即使不核销，不良贷款余额都将环比下降。因此二季度，仅中信和民生这两家不良贷款率已经低至 0.8% 左右的银行不良余额环比略有上升，其他银行全部实现双降。

表 13：2 季度，13 家银行不良贷款余额环比下降

	2008	2009	2010Q1	2010H
工行	1044.82	884.67	816.09	800.73
建行	838.82	721.56	685.28	651.68
中行	874.90	747.18	690.38	645.91
农行	1340.67	1202.41	1095.43	1070.86
交行	254.60	250.09	253.94	253.33
招行	96.77	97.32	93.76	88.50
中信	90.46	101.57	94.70	97.05
民生	79.21	73.97	74.55	75.12
兴业	41.49	37.79	39.46	38.90
浦发	84.67	74.60	69.83	64.65
光大	93.62	81.23		68.70
华夏	64.87	64.57	64.13	62.83
深发展	19.28	24.44	23.30	22.92
北京	29.87	27.95	23.89	23.71
南京	6.60	8.15	8.12	8.05
宁波	4.52	6.45	6.18	5.78

上市公司总计	4965.17	4403.95	3978.72
--------	---------	---------	---------

资料来源：上市公司，东方证券研究所

目前有 9 家上市银行的不良贷款率已经降至 1% 以内，仅有农行的不良率高于 1.3%。从外资银行经验来看，低于 0.5% 的不良率并不常见。未来银行不良率继续下降的难度将越来越大。

表 14：9 家银行的不良率已经降至 1% 以内

	2008	2009	2010Q1	2010H
工行	2.29%	1.54%	1.35%	1.26%
建行	2.21%	1.50%	1.35%	1.22%
中行	2.65%	1.52%	1.30%	1.20%
农行	4.32%	2.91%	2.46%	2.32%
交行	1.92%	1.36%	1.27%	1.22%
招行	1.11%	0.82%	0.74%	0.67%
中信	1.36%	0.95%	0.84%	0.81%
民生	1.20%	0.84%	0.80%	0.79%
兴业	0.83%	0.54%	0.53%	0.49%
浦发	1.21%	0.80%	0.71%	0.62%
光大	2.02%	1.25%		0.95%
华夏	1.82%	1.50%	1.39%	1.28%
深发展	0.68%	0.68%	0.63%	0.61%
北京	1.55%	1.02%	0.82%	0.76%
南京	1.64%	1.22%	1.14%	1.05%
宁波	0.92%	0.79%	0.71%	0.62%
上市公司总计	2.38%	1.57%		1.28%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

4.3 覆盖率上升，拨备反哺

面对有史以来最好的贷款质量，银行释放拨备反哺利润的选择空间明显加大。16 家银行中的 12 家都调低了当期的信用成本率。目前除了农行、光大之外的 14 家银行平均信用成本率下降到了 40BP，而 2009 年同期水平是 51BP。

表 15：风控表现出色，因此上半年银行信用成本率出现下降，反哺利润

	2009H	2009	2010H
工行	0.38%	0.43%	0.33%
建行	0.51%	0.58%	0.41%
中行	0.38%	0.39%	0.45%
农行		1.26%	0.93%

交行	0.60%	0.73%	0.55%
招行	0.54%	0.31%	0.40%
中信	0.29%	0.29%	0.30%
民生	0.63%	0.63%	0.47%
兴业	0.03%	0.09%	0.35%
浦发	0.52%	0.38%	0.32%
光大		0.44%	
华夏	0.74%	0.87%	0.79%
深发展	0.65%	0.45%	0.27%
北京	0.28%	0.31%	0.02%
南京	0.92%	0.68%	0.66%
宁波	0.65%	0.65%	0.30%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

虽然拨备力度下降，但拨备覆盖率继续迅速上升。目前已经有 10 家银行的拨备覆盖率超过了 200%，除了农行之外的其他银行拨备覆盖率都超过了 160%。

表 16：大多数银行的拨备覆盖率已经超过 200%，某些甚至达到 300%

	2008	2009	2010Q1	2010H
工行	130.15%	164.41%	179.76%	189.81%
建行	131.58%	175.77%	192.16%	204.72%
中行	121.72%	151.17%	172.09%	188.44%
农行	63.53%	105.37%	123.25%	136.11%
交行	117.10%	151.05%	155.27%	161.17%
招行	223.29%	246.66%	272.26%	297.59%
中信	150.03%	149.36%	170.08%	169.92%
民生	150.04%	206.04%	219.05%	229.42%
兴业	226.58%	254.93%	261.39%	278.80%
浦发	192.49%	245.93%	273.63%	302.26%
光大	150.11%	194.08%		238.14%
华夏	151.22%	166.84%	179.00%	194.12%
深发展	105.14%	161.84%	187.53%	224.08%
北京	180.23%	215.77%	246.70%	255.13%
南京	170.05%	174.19%	188.52%	203.73%
宁波	152.50%	170.05%	187.47%	205.68%
上市银行总计	134.37%	151.61%		182.65%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

不过随着不良率的下降，拨备覆盖率这个指标已经逐渐失去了有效性。我们观察银行的拨备情况，更需要关注组合覆盖率这个指标。2010 年上半年，银行的组合拨备覆盖率普遍有所增加，目前平均达到了 1.46%，比年初提高 7BP。银行正在为未来储备更多的拨备作为缓冲。

表 17：组合计提覆盖率的改善更能说明银行拨备缓冲的增强

	2007	2008	2009	2010H
工行	1.43%	1.83%	1.77%	1.76%
建行	1.28%	1.61%	1.69%	1.73%
中行	1.60%	1.72%	1.46%	1.57%
农行	3.65%	1.42%	1.77%	2.00%
交行	0.71%	1.03%	1.26%	1.33%
招行	1.67%	1.72%	1.53%	1.56%
中信	0.96%	0.99%	0.93%	0.96%
民生	0.76%	1.21%	1.24%	1.39%
兴业	1.30%	1.53%	1.13%	1.14%
浦发	1.92%	1.71%	1.67%	1.60%
光大	0.94%	1.74%	1.61%	
华夏	1.04%	1.57%	1.65%	1.76%
深发展	0.45%	0.55%	0.83%	1.13%
北京	1.02%	1.65%	1.25%	1.44%
南京	1.73%	1.81%	1.36%	1.44%
宁波	1.12%	1.16%	1.17%	1.14%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

4.4 结论：长期内不良生成率有反弹要求，但拨备有缓冲

我们认为，目前银行不良生成率为负值的情况是短期性的和不可持续的。随着未来中国经济潜在增速降一个台阶，不良生成率上升到 20-40BP 是合理的。不过中国银行业的拨备情况是比较特殊的，目前的信用成本率明显高于不良生成率，因此提供了较大的缓冲空间。

银行中报披露的地方政府融资平台贷款情况也明显好于预期。我们仍然坚持这样的观点：市场对于地方政府融资平台贷款的观点过于悲观，因为市场自上而下地看这些贷款时，仅看到地方财政的第二性还款担保作用，而忽略了这些项目的现金流自偿性。事实上，即使按照银监会此前披露的严格口径，第三类贷款（其中某些贷款仅由于“未提取使用”等原因被计入第三类）占比也只有 23%，这意味着包括第一类（具备自偿性的商业项目）和第二类（具备自偿性的公益性项目）贷款占比将达到 77%以上。

5、资本仍需进一步补充，杠杆率将继续降低

5.1 银行上半年资本充足水平下降

虽然上半年交行、招行、兴业进行了再融资，但由于上半年放款较快，并且分红通常集中在上半年，再加上资产风险系数有所上升，因此上市银行上半年资本充足水平有所下降。核心资本充足率从年初的平均 8.61% 下降至 8.44%。对照目前大银行 9.2%、中小银行 8% 的核心资本充足率监管要求，6 家银行资本不足。如果再考虑 0.5 个百分点的缓冲，那么有 12 家银行还需要再补充资本，其中包括刚刚完成再融资的交行和招行。

表 18：根据 2010 年中报的核心资本充足率，12 家银行有再融资压力

	2009	2010Q1	2010H
工行	9.90%	9.58%	9.41%
建行	9.31%	9.17%	9.27%
中行	9.07%	9.11%	9.33%
农行	7.74%		6.72%
交行	8.15%	8.12%	8.94%
招行	6.63%	7.83%	8.05%
中信	9.17%	8.31%	8.26%
民生	8.92%		8.32%
兴业	7.91%	7.59%	9.29%
浦发	6.90%	6.86%	7.01%
光大	6.84%		6.40%
华夏	6.84%	6.60%	6.49%
深发展	5.52%	5.46%	7.20%
北京	12.57%		10.75%
南京	12.77%	11.12%	10.53%
宁波	9.58%	9.07%	9.04%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

5.2 资产风险系数增大

此外，我们看到上半年银行的资产风险系数也有所增大，这一趋势是和贴现占比下降、债券占生息资产比重下降等现象相关的，这也是息差上升所付出的财务代价之一。

表 19：息差的上升，在某种程度上以资产风险系数为代价

	2009	2010Q1	2010H
工行	50.24%		51.68%
建行	54.01%		55.01%
中行	59.00%		57.88%

农行	49.23%		53.34%
交行	57.02%		57.94%
招行	56.18%		59.15%
中信	57.87%		70.01%
民生	69.67%		69.80%
兴业	53.53%	53.11%	51.39%
浦发	58.18%		58.99%
光大	56.69%		58.29%
华夏	51.08%		52.22%
深发展	61.16%	63.30%	66.29%
北京	54.29%		55.77%
南京	60.35%	59.55%	55.76%
宁波	59.45%	57.59%	54.71%
上市银行总计	56.75%		58.02%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

5.3 结论：银行还需继续减杠杆

2010 年 6 月底，上市银行平均（整体法）杠杆率为 19.63 倍，根据我们此前的测算，为了满足当前的监管要求，银行需要将杠杆率水平降至 17 倍左右。

此外，距离 2011 年已经不远，届时有 9 家上市银行将采取巴塞尔 II。从上市银行反馈来看，大多数银行的资产风险系数将因此而增加，资产的资本占用将因此增大。

以上两个因素都意味着银行还需要进一步的资本补充——即使对于某些刚刚完成再融资的银行来说仍然如此。

6、结论与投资建议

2010 年的银行业中报是华丽的，这种华丽体现在有 5 家银行利润增速超过 50%、9 家银行超过 40% 之上，反映在银行出色的风控表现上，也反映在息差环比的较快反弹之上。不过，从这个时点向后看，盈利驱动因素进一步改善的空间已经非常有限：（1）净息差进一步上行的空间已经非常有限，相反若通胀形势改善，净息差有下行风险。（2）不良生成率不可能稳定在当前水平上，中长期内必然反弹。（3）存在着较大的进一步去杠杆压力。

因此，我们对行业的总体观点保持不变。我们认为，（1）从基本面的来看行业向上催化剂明显不足；（2）但目前估值处于低估状态，低估 5-10%；再加上（3）板块权重已经接近 30%，且个股间同质性很高，因此近期的市场表现可概括为“涨不动，跌不动”。行业的投资机会，更多地体现为下跌中后段的防御性，以及上涨后段的补涨要求。

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