

银行业 2011 年投资策略

期待政策落地后优质银行的估值恢复机会

金融/银行

投资要点:

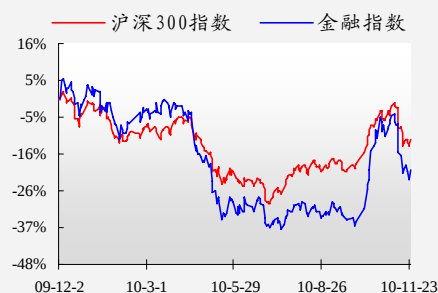
- 2010 年 1-10 月份, 宏观金融方面以流动性管理为主, 新增人民币信贷第一季度迅速回落后保持平稳, 全年信贷增量将保持在 8 万亿以内。
- 10 年前三季度, 16 家上市银行的净利润同比增速达到 32.55%; 净息差略有回升, 信贷成本有增加的趋势, 资产质量保持平稳, 不过未来不良双降尤其是不良贷款额降低的幅度和趋势都有可能逆转, 2011 年在银监会实施逆周期的拨备监管的背景下, 上市银行出现不良贷款率平稳, 不良贷款余额上升的可能性非常大。
- 目前预测 2010 年全年 16 家上市银行的同比利润增速为 24.63%,
- 2011 年在银行股投资的宏观环境上, 趋紧尤其是明年上半年趋紧是必然趋势, 准备金率和利率政策可能同时运用, 对于上市银行而言, 不利影响最大的是不对称加息, 特别是活期存款的加息, 不过我们倾向于利率政策不会过分影响银行的息差。如果实际情况差于我们预期的话, 将会影响银行的盈利能力。
- 2011 年在银行股投资的监管环境上, 银监会明年实施逆周期的资本监管和拨备监管也是大势所趋, 如果两项监管政策最终的落地在我们预计的范围之内, 其大致影响已经基本被消化, 如果最终落地严格于我们的预期, 上市银行可能会出现进一步的价格波动。当然如果最终落地优于我们的预期, 将更有利于上市银行的估值恢复。
- 我们预测法定准备金率可能上调至 20% 左右, 基准利率有两到三次的上调空间, 但是基本不会对银行的净息差出现太大的损伤, 不考虑现有银行股的进一步融资, 考虑系统重要性银行在 2012 年实现拨贷比达标
- 在以上假设的基础上, 我们预期 2011 年上市银行的同比利润增速为 19.81%。
- 鉴于整体银行股的估值处于历史低位, 以及明年银行业的景气和投资环境应该是逐步优化的过程, 所以我们依旧维持优于大市的评级, 明年第二季度应该是逐步扩大银行股配置比例的最佳时机。重点品种是招行、兴业、浦发和民生。

优于大势

维持评级

发布时间: 2010 年 12 月 3 日

走势图



重要公司	评级
招商银行	长期推荐
浦发银行	推荐
兴业银行	谨慎推荐
民生银行	谨慎推荐
工商银行	长期推荐
建设银行	谨慎推荐
中国银行	谨慎推荐
南京银行	谨慎推荐

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550206060037

TEL: (8621)6336 7000 - 274

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

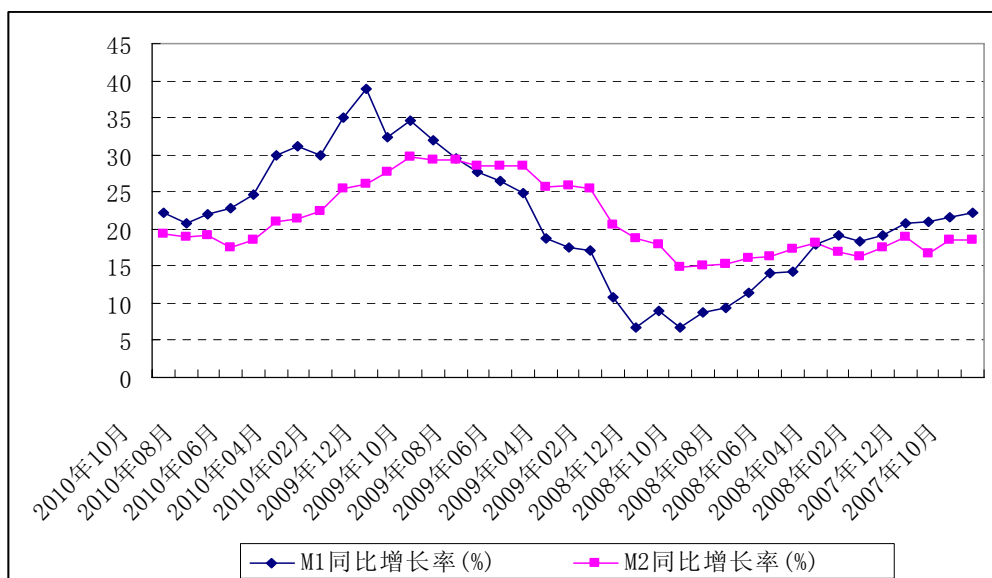
一、2010 年 1-10 月金融数据分析

1.1 货币供应量增速出现分化，M1 增速月度数据出现波动，M2 增速持续下降，7 月份出现低点，8 月份触底反弹

2010 年 10 月末，广义货币(M2)余额 69.98 万亿元,同比增长 19.3%，增幅比上月高 0.3 个百分点,比去年同期低 10.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 25.33 万亿元,同比增长 22.1%，增幅比上月和去年同期分别低 1.2 和 9.9 个百分点。

2010 年前 9 个月，在央行逐步收紧市场流动性的一系列举措之下，M2 和 M1 增速整体开始出现回落。其中，M2 回落势头更为明显，2010 年 7 月份；M2 回落势头出现了阶段性低点，为 17.6%；2010 年 8 月份出现了明显的触底反弹，上升到 19.6%。不过 9、10 月份又出现了波动，整体维持在 19%左右，不过央行的目标是将 M2 增速控制在同比增速 17%左右，未来控制货币流动性的任务还比较艰巨；M1 的增速月度数据则出现波动，2010 年 1 月和 4 月都出现了回升，其他月份下降；9 月份降低到低点后 10 月份又有所回升；而且绝对增速延续了 2009 年 9 月份以来高于 M2 的态势，货币流动性增强格局未改。

图 1：货币供应量增长



资料来源：WIND 资讯

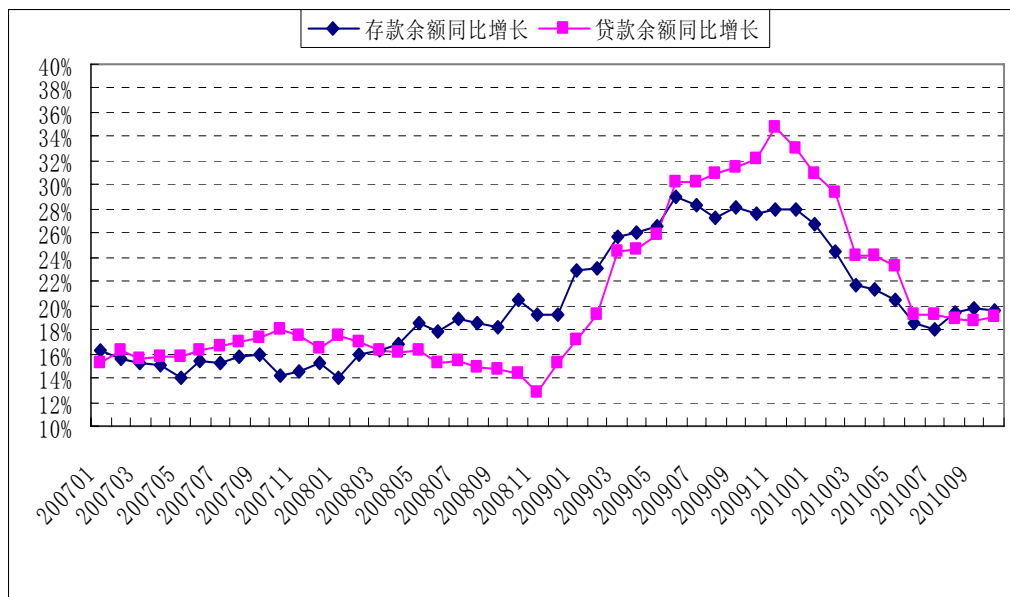
1.2 与货币供应量一样，存贷款增速下滑，新增人民币贷款同比也以回落趋势为主，存贷比持续走低；9 月份到达低点后有所走高

10 月末，本外币贷款余额 49.74 万亿元，同比增长 19.1%，当月本外币贷款增加 6228 亿元，同比多增 2589 亿元。人民币贷款余额 46.87 万亿元，同比增长 19.3%，比上月末高 0.7 个百分点，比去年同期低 14.9 个百分点。当月人民币贷款增加 5877 亿元，同比多增 3347 亿元。分部门看，住户贷款增加 1656 亿元，其中，短期贷款增加 467 亿元，中长期贷款增加 1189 亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 4222 亿元，其中，短期贷款增加 1471 亿元，中长期贷款增加 2407 亿元，票据融资减少 1 亿元。2010 年 1-10 月，累计新

增人民币贷款 6.89 万亿元, 预计 10 年未来两个月, 每月新增人民币贷款在 5000 亿元-6000 亿元左右, 2010 年全年新增人民币贷款在 7.5-8 万亿元之间。

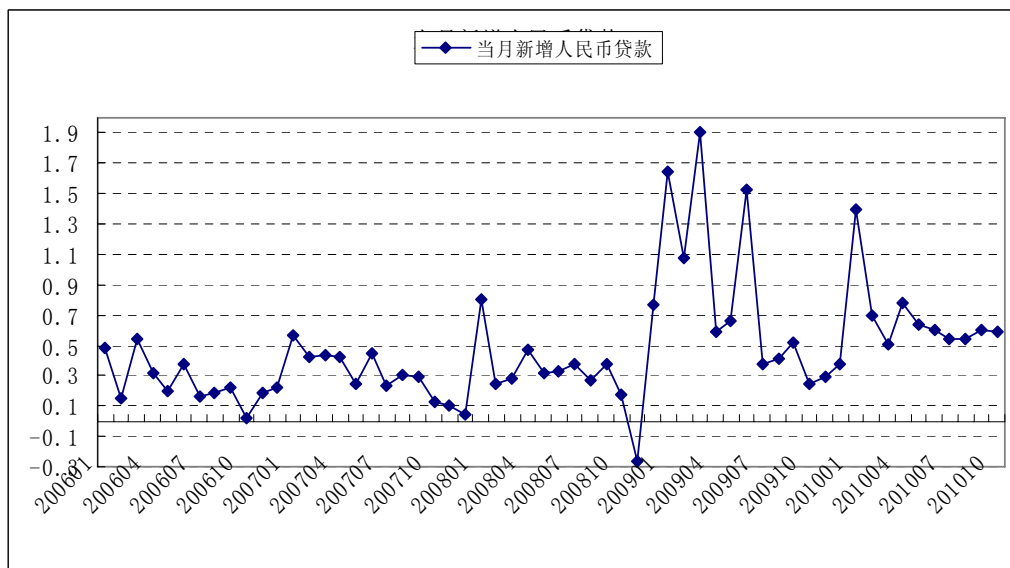
10 月末, 本外币存款余额 71.84 万亿元, 同比增长 19.6%; 当月本外币存款增加 1968 亿元, 同比少增 953 亿元。人民币存款余额 70.28 万亿元, 同比增长 19.8%, 比上月低 0.2 个百分点, 比去年同期低 8.3 个百分点。当月人民币存款增加 1769 亿元, 同比少增 1128 亿元。其中, 住户存款减少 7003 亿元, 非金融企业存款增加 4168 亿元, 财政存款增加 2992 亿元。

图 2: 存贷款余额增长



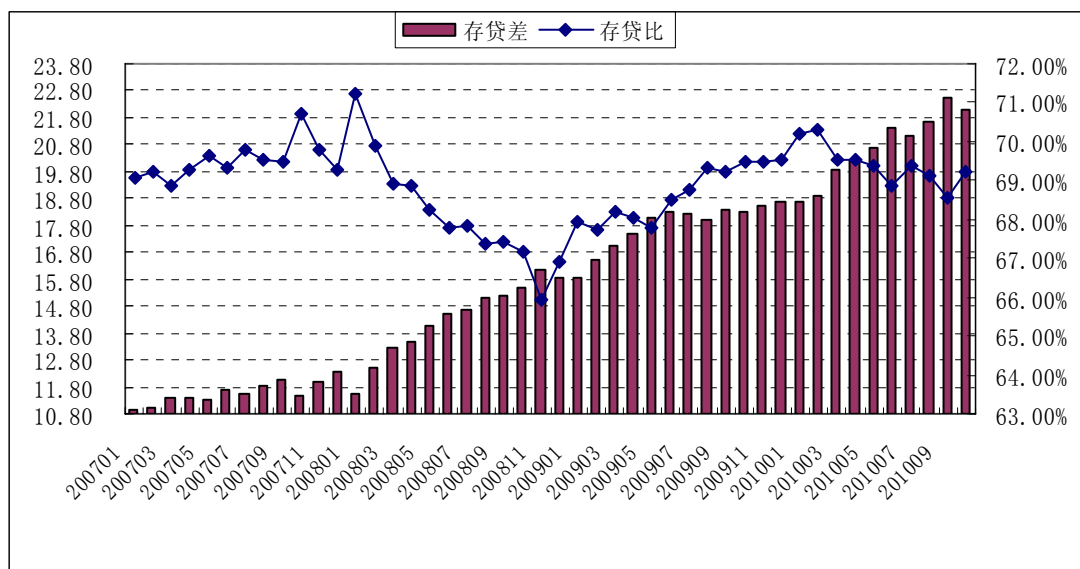
资料来源: 中国人民银行, 东北证券

图 3: 当月新增人民币贷款余额变化



资料来源: 中国人民银行, 东北证券

图 4: 存贷比持续走低 9 月份到达低点后有所反弹



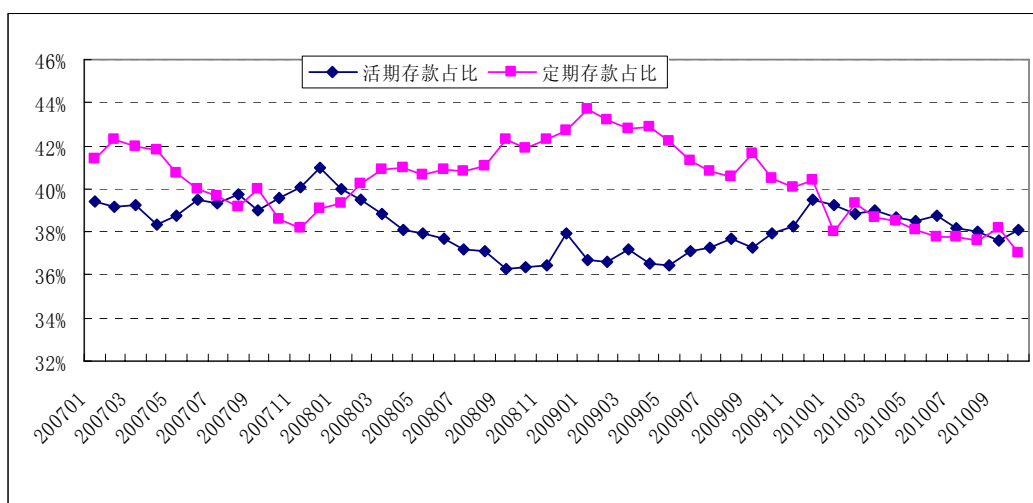
资料来源: 中国人民银行, 东北证券

1.3 存款活期化趋势不明显, 月度数据有所波动, 10 月份有明显上升; 票据融资占比逐渐下降, 4 月末开始触底回升; 连续回升两个月后又持续下降, 中长期贷款占比持续提高, 2010 年 9 月末达到 59.99% 的新高。10 月末略微有所下降, 降低到 59.95%。

虽然年初不论资本市场还是银行体系对于 2010 年存款的活期化都保佑一定的期望, 但是从最终数据上看, 2010 年 1-10 月, 整体银行体系的存款活期化趋势并不明显, 究其原因, 除了 3 月末时点数据相对 2 月末时点数据有所提高、6 月末时点数据相对 5 月末时点数据有所提高, 10 月末时点数据相比 9 月份有较明显提高之外; 10 年 1 月、2 月、4 月、5 月和 7 月月末时点数据都有所下降, 究其原因: 1、央行公布的数据是时点数据, 可能不能完全反映日均时期的情况; 2、由于 10 年 1-10 月份定期存款占比的时点数据中除了 2 月份和 9 月份反弹之外, 其余 8 个月也出现了下降; 究其原因可能是在去年加大贷款投放的力度下, 很多银行超过了人民币存贷款 75% 的存贷比的规定, 而银监会要求所有银行必须在今年 6 月份实现存贷比达标的目标, 因此 10 年 1-6 月份, 很多银行尤其是中小银行都加大了吸存的力度, 因此除了活期存款和定期存款之外的其他存款 (比如协议存款, 同业存款) 有了明显的增长。导致存款活期化趋势不明显

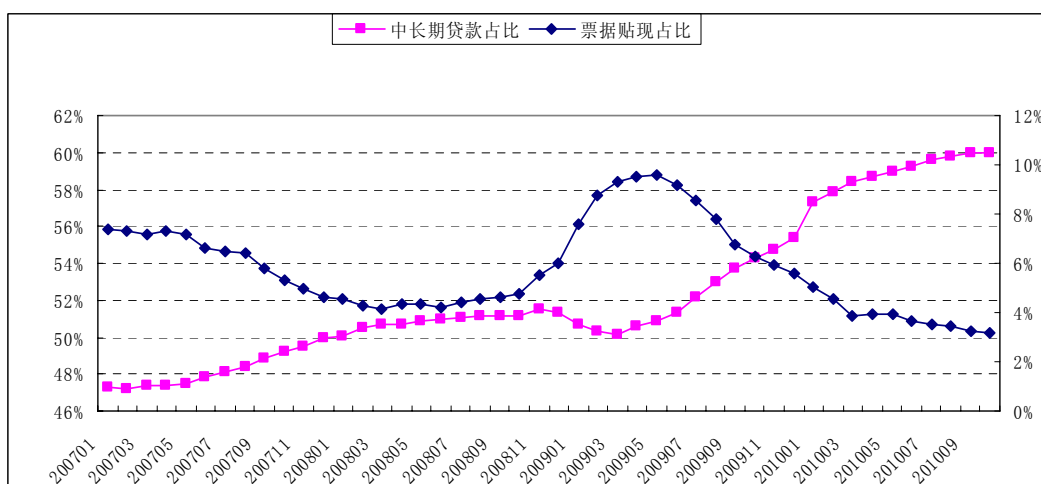
贷款结构变化依旧持续了 09 年下半年的趋势, 票据融资占比继续下降, 直到 2010 年 4 月份, 票据融资余额才在减少了 9 个月的基础上首次出现了月度数据的回升, 票据融资占比也见底回升, 10 年 5 月份延续了这样的趋势, 不过 6、7、8、9、10 五个月又出现了持续的下降, 目前票据融资占比依旧处于历史低位; 中长期贷款占比依旧延续了 09 年的趋势, 持续上升, 10 年 9 月末的时点数据继续创出历史新高, 占比达到了 59.99%。10 月份略有下降。

图 5: 存款期限结构的变化



资料来源: 中国人民银行, 东北证券

图 6: 贷款期限结构的变化



资料来源: 中国人民银行, 东北证券

二、2010 年上市银行前三季度经营状况分析及全年业绩预测

截至 10 年 10 月 30 日, 16 家上市银行均公布了 10 年三季度季报, 从 10 年中期的情况看, 由于去年中期的基数较低、09 年全年生息资产规模大幅度增长导致的净利息收入的增长、中间业务收入的增长等共性原因, 上市银行的同比业绩恢复了快速上升的势头, 上市银行净利润的同比增速达到了 32.55%, 超过了第一季度的 32.05% 和中期的 31.57%。10 年第三季度与 10 年第二季度相比的环比增速达到了 3.71%, (扣除农业银行和光大银行), 比第一季度相对于去年第四季度的 46.12% 有了明显的下降, 主要还是基数的问題, 但是比第二季度的 1.47% 环比又有了明显增长; 同比增速最快的光大银行和宁波银行增速超过了 70%。第二季度单季度有宁波银行、华夏银行、民生银行、交通银行和工商银行环比净利润出现了负增长; 环比净利润增长幅度较高的由深发展和浦发银行。具体见表 1。

表 1: 上市银行 10 年前三季度净利润同比环比增长情况一览

单位: 亿元

证券代码	证券简称	10 年前三季	09 年前三季	10 年第三季度	10 年第二季度	同比增长	环比增长
000001.SZ	深发展 A	47.3394	36.3742	17.0082	14.55	30.15%	16.89%
002142.SZ	宁波银行	18.7789	11.0331	6.1534	7.6449	70.21%	-19.51%
600000.SH	浦发银行	148.4537	102.9073	57.6278	49.7774	44.26%	15.77%
600015.SH	华夏银行	45.2726	26.4252	15.1972	17.0091	71.32%	-10.65%
600016.SH	民生银行	131.02	102.13	41.78	46.41	28.29%	-9.98%
600036.SH	招商银行	205.85	130.78	73.82	72.94	57.40%	1.21%
601009.SH	南京银行	18.3096	12.2438	6.3156	6.115	49.54%	3.28%
601166.SH	兴业银行	135.9536	95.7189	48.3168	46.8478	42.03%	3.14%
601169.SH	北京银行	59.4902	43.9183	20.4558	18.109	35.46%	12.96%
601288.SH	农业银行	701.85	514.87	243.22		36.32%	
601328.SH	交通银行	296.36	230.76	92.08	99.36	28.43%	-7.33%
601398.SH	工商银行	1277.95	1004.33	428.3	432.4	27.24%	-0.95%
601818.SH	光大银行	100.5916	58.7057	32.2506		71.35%	
601939.SH	建设银行	1106.41	861.62	398.62	355.9	28.41%	12.00%
601988.SH	中国银行	829.6	650.79	285.85	270.29	27.48%	5.76%
601998.SH	中信银行	174.2	113.95	65.81	64.32	52.87%	2.32%
合计		5297.4296	3996.5565	1832.8054	1501.6732	32.55%	3.71%

资料来源: WIND 资讯

1、16 家上市银行三季报综合分析

总结上市银行 09 年全年上市银行能够从净利润同比下降转为同比上升的原因,除了生息资产规模的扩大和信贷成本的降低以外,大部分银行净息差的环比见底回升也是重要的贡献力量。在 10 年中起这些因素得到了延续,同时中间业务收入的快速增长也贡献了部分原因。下面我们对这些因素一一加以分析:

2.1.1: 贷款规模的稳健扩大

09 年全年在银行经营中,“以量补价”策略是所有银行都积极贯彻的,10 年前三季度,虽然央行实行了较为严格的宏观调控,但是由于第一季度和第二季度是银行行业惯例发放贷款较多的季度,10 年第三季度银行贷款明显放慢,不过从整体前三季度看,在考虑到票据融资的冲回,实际上上市银行 10 年前三季度新增的一般贷款相比去年同期并没有明显减少,再加上去年全年发放的天量贷款持续产生利息收入,新增贷款和存量贷款在规模因素上共同促使上市银行 10 年前三季度净利息收入的快速增长。

表 2: 10 年前三季度银行贷款规模的稳健增长

单位: 亿元

证券代码	证券简称	10 年前三季度 新增贷款	09 年前三季度 新增贷款
000001.SZ	深发展 A	370.5799	751.8437
002142.SZ	宁波银行	149.4745	301.2333
600000.SH	浦发银行	1488.7521	2044.2009
600015.SH	华夏银行	782.8436	746.2093

600016.SH	民生银行	1055.23	2335.33
600036.SH	招商银行	1933.06	2931.57
601009.SH	南京银行	123.7021	234.1459
601166.SH	兴业银行	1221.6932	1941.9263
601169.SH	北京银行	495.2018	752.5328
601288.SH	农业银行	6081.56	
601328.SH	交通银行	3286.87	4735.88
601398.SH	工商银行	8291.8	10056.87
601818.SH	光大银行	865.0092	
601939.SH	建设银行	6750.76	8796.33
601988.SH	中国银行	6361.25	14026.69
601998.SH	中信银行	1327.97	3246.18
合计		40585.76	52900.94

资料来源：WIND 资讯

2.1.2: 净息差变化势头出现分化, 不过延续 09 年第二季度以来的见底回升是大趋势

上市银行 09 年以来第二季度净息差环比回升的主要原因可以基本归结为: 票据融资占比的下降(票据融资被一般贷款所取代)、存款的适度活期化所导致的负债成本的下降、贷款结构的变化(企业贷款比重和中长期贷款比重继续上升, 银行贷款议价能力有一定回升)所导致的贷款收益率的一定上升; 货币市场收益率回升导致其他银行资产收益率的上升等几个方面; 从 09 年第三季度的情况看, 负债成本的下降是银行净息差环比回升的主要原因, 而 09 年第四季度和 10 年第一季度, 则资产方面的上升占到了主要原因, 特别是 10 年第一季度以来, 由于央行加强了信贷控制和货币市场流动性控制, 一方面是银行在贷款方面的定价能力有所提高, 另一方面是在连续上调存款准备金率的情况下, 货币市场的收益率提高迅速, 导致银行非信贷资产的收益率上升也较为明显, 特别是 10 年第一季度净息差不仅环比势头维持上升, 同比势头也恢复上升。

从 10 年第二季度及中期的情况看, 银行资产收益能力的提高出现了一些波动, 特别是随着存贷比的控制和资本充足率的问题, 很多银行都在扩大同业资产在资产中的占比, 压缩一般贷款, 这方面的显著代表是兴业、深发展、宁波、北京和南京等, 因此, 资产收益率不增反减, 最终导致第二季度单季度部分银行的净息差水平环比出现了明显的下降, 最终, 10 年中期上市银行的净息差水平环比只上升了 1 个基本点达到了 2.44%。

10 年前三季度末, 上市银行的平均净息差上升到 2.50% 左右, 同比上升 25 个基本点, 从第三季度的环比情况看, 由于存款增速快于贷款增速, 又由于在加息周期即将到来的前提下, 很多银行都主动加大了定期存款的吸收力度, 因此, 14 家上市银行中(扣除光大和农业银行)有 6 家银行第三季度净息差环比出现了明显下降, 其余 8 家银行出现环比上升, 不过整体上升幅度也比较有限, 在 4 个基本点左右。

未来如果考虑第一次加息和未来的加息预期, 我们预计银行的净息差平均应该还能维持上升趋势, 不过整体幅度可能有限。

表 3: 10 年前三季度上市银行净息差变化情况

	09 年三 季度末	09 年全年	10 年第一 季度	10 年上 半年末	10 年三季度 末净息差	10 年前三季度净 息差同比变化	10 年第三季度 净息差环比变 化
招商银行	2.21%	2.23%	2.49%	2.56%	2.64%	0.43%	0.03%
浦发银行	2.20%	2.19%	2.38%	2.44%	2.41%	0.19%	0.07%
民生银行	2.54%	2.59%	2.88%	2.89%	2.83%	0.33%	-0.04%
兴业银行	2.18%	2.34%	2.41%	2.33%	2.35%	0.08%	-0.05%
交通银行	2.22%	2.30%	2.41%	2.43%	2.44%	0.22%	0.00%
中信银行	2.61%	2.51%	2.49%	2.60%	2.51%	-0.10%	0.03%
华夏银行	1.94%	2.03%	2.36%	2.38%	2.36%	0.38%	-0.05%
深发展 A	2.47%	2.47%	2.42%	2.46%	2.49%	0.02%	0.05%
工商银行	2.25%	2.26%	2.35%	2.37%	2.39%	0.14%	0.03%
中国银行	2.03%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	0.01%	0.00%
建设银行	2.41%	2.41%	2.39%	2.41%	2.45%	0.04%	0.09%
宁波银行	2.82%	2.90%	2.71%	2.60%	2.52%	-0.30%	-0.15%
南京银行	2.57%	2.56%	2.54%	2.50%	2.59%	0.03%	-0.02%
北京银行	2.33%	2.34%	2.36%	2.29%	2.28%	-0.05%	-0.10%
平均	2.25%	2.37%	2.43%	2.44%	2.50%	0.30%	0.04%

资料来源: 各银行定期报告, 东北证券

生息资产规模同比的迅速增长和净息差的见底回升导致上市银行 10 年前三季度净利息收入出现了加速增长的势头。具体参见表 4。

表 4: 上市银行净利息收入前三季度同比变动

证券代码	证券简称	09 年前三季度增速	10 年前三季度增速
000001.SZ	深发展 A	0.86%	19.87%
002142.SZ	宁波银行	15.26%	48.19%
600000.SH	浦发银行	2.11%	34.95%
600015.SH	华夏银行	-12.68%	78.97%
600016.SH	民生银行	-0.51%	45.53%
600036.SH	招商银行	-18.97%	40.89%
601009.SH	南京银行	17.71%	49.10%
601166.SH	兴业银行	-2.64%	42.25%
601169.SH	北京银行	-3.26%	30.96%
601288.SH	农业银行		36.09%
601328.SH	交通银行	-6.07%	30.66%
601398.SH	工商银行	-9.32%	24.36%
601818.SH	光大银行		61.10%
601939.SH	建设银行	-7.49%	17.10%
601988.SH	中国银行	-5.43%	21.79%
601998.SH	中信银行	-12.42%	43.79%
合计		4.15%	28.83%

表 5: 上市银行净利息收入中期同比变动

证券代码	证券简称	09 年中期增速	10 年中期增速
000001.SZ	深发展 A	0.97%	16.43%
002142.SZ	宁波银行	14.53%	50.93%
600000.SH	浦发银行	-0.56%	34.55%
600015.SH	华夏银行	-20.01%	89.59%
600016.SH	民生银行	-5.08%	51.72%
600036.SH	招商银行	-22.81%	41.45%
601009.SH	南京银行	10.63%	51.45%
601166.SH	兴业银行	-8.11%	45.63%
601169.SH	北京银行	-3.49%	31.41%
601328.SH	交通银行	-9.86%	34.42%
601398.SH	工商银行	-11.95%	23.50%
601939.SH	建设银行	-7.75%	14.96%
601988.SH	中国银行	-8.34%	22.94%
601998.SH	中信银行	-17.63%	48.95%
合计		-9.96%	26.85%

数据来源: 各银行定期报告, 东北证券

2.1.3 中间业务收入同比增速恢复

上市银行 09 年全年中间业务收入整体有放缓的趋势, 但是 10 年前三季度, 大部分上市银行中间业务收入同比增速有明显的恢复势头, 究其原因, 一方面是因为 09 年中期基数较低, 另一方面也与整体宏观经济和金融市场转暖, 微观经济主体活力增强具有一定关系, 所以表现在中间业务收入增长上, 各银行各个条线中间业务遍地开花, 传统业务和创新业务均获得了明显的增长。整体中间业务收入占比有了明显的提高, 不过分季度中间业务收入增速有下降趋势, 这主要也与基数有关。

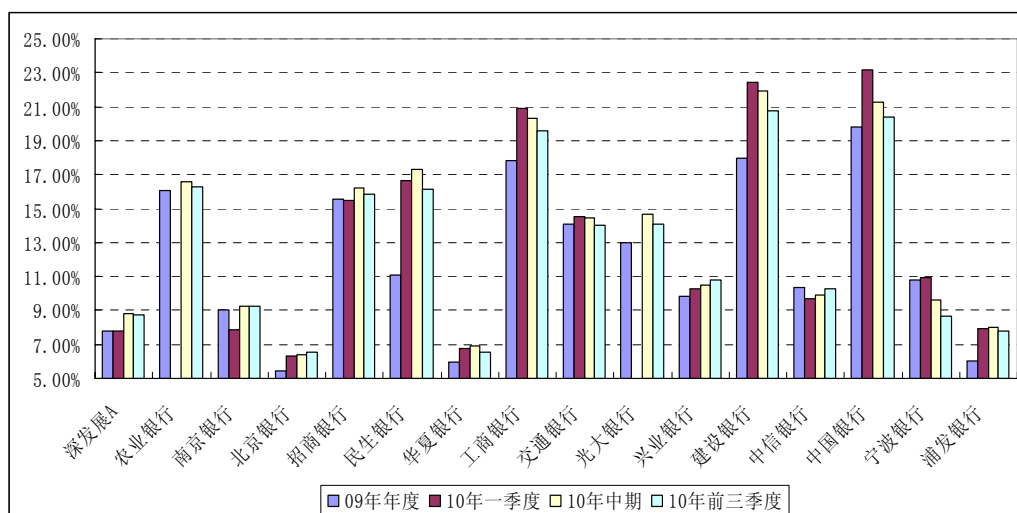
表 6: 上市银行手续费收入增长速度

证券代码	证券简称	2009 年增速	2010 年一季 度增速	2010 年中期增速	10 年前三季度 同比增速
000001.SZ	深发展 A	38.69%	62.20%	56.85%	47.10%
002142.SZ	宁波银行	20.30%	54.02%	23.72%	13.05%
600000.SH	浦发银行	22.98%	79.44%	71.32%	78.49%
600015.SH	华夏银行	24.51%	43.52%	35.21%	34.62%
600016.SH	民生银行	4.55%	125.03%	96.21%	81.76%
600036.SH	招商银行	3.22%	39.09%	32.26%	31.81%
601009.SH	南京银行	48.91%	47.40%	43.46%	48.36%
601166.SH	兴业银行	18.76%	97.95%	64.91%	72.10%
601169.SH	北京银行	32.96%	61.66%	46.71%	52.79%
601328.SH	交通银行	28.99%	43.70%	30.11%	24.99%
601398.SH	工商银行	25.33%	34.75%	32.96%	32.88%

601939.SH	建设银行	25.00%	42.42%	43.63%	36.12%
601988.SH	中国银行	15.19%	39.00%	23.31%	19.79%
601998.SH	中信银行	38.59%	59.49%	52.53%	59.21%
合计		21.34%	42.34%	36.09%	32.89%

资料来源：WIND 资讯，东北证券

图 6：上市银行中间业务收入占比



资料来源：WIND 资讯，东北证券

2.1.4 成本收入比出现波动，10 年中期整体呈现下降趋势

09 年全年，延续 09 年前三季度的情况，由于整体收入增速下降，而经营成本因为刚性原因依旧增长，因此上市银行的成本收入比整体呈现上升趋势，10 年中期在收入增速恢复的情况下，上市银行的成本收入比整体呈现下降的趋势，10 年前三季度继续维持了这种趋势，不过由于上市银行的成本支出具有一定的季节性；一季度、中期和前三季度较低的成本收入比在全年可能不能维持，10 年全年的成本收入比将在 10 年第一季度及中期的基础上可能有所上升，但是整体下降的趋势可能依旧维持。

表 7：上市银行成本收入比变动

证券简称	09 年全 年成本收 入比	09 年中 报成本收 入比	09 年前 三季度成 本收入比	10 年中 报成本收 入比	10 年前 三季度成 本收入比	10 年中 期成本收 入比变化	10 年前三季 度成本收入 比变化
南京银行	31.38%	26.45%	28.01%	28.54%	28.71%	2.08%	0.70%
宁波银行	41.37%	41.81%	40.35%	37.19%	36.95%	-4.62%	-3.40%
北京银行	26.36%	19.79%	22.79%	25.52%	25.76%	5.73%	2.97%
深发展 A	41.76%	39.29%	39.99%	42.26%	41.72%	2.97%	1.74%
华夏银行	44.88%	44.41%	43.57%	42.88%	42.16%	-1.53%	-1.41%
光大银行	39.30%		36.33%	34.07%	35.39%	34.07%	-0.94%
兴业银行	36.22%	34.29%	34.64%	31.01%	31.35%	-3.28%	-3.28%

浦发银行	35.99%	25.56%	32.33%	34.46%	33.39%	8.89%	1.06%
中信银行	39.95%	30.75%	31.12%	30.48%	29.86%	-0.27%	-1.26%
民生银行	42.17%	33.47%	38.36%	37.46%	37.71%	3.99%	-0.65%
招商银行	44.86%	42.24%	43.02%	35.05%	36.68%	-7.19%	-6.34%
交通银行	32.18%	27.18%	29.32%	27.54%	27.99%	0.36%	-1.33%
中国银行	34.92%	31.42%	31.97%	29.79%	31.34%	-1.62%	-0.63%
建设银行	32.90%	28.93%	29.33%	27.76%	27.98%	-1.17%	-1.34%
农业银行	43.11%	36.86%	39.05%	37.65%	36.91%	0.79%	-2.14%
工商银行	32.87%	29.69%	30.92%	28.18%	28.39%	-1.50%	-2.53%
平均	36.23%	31.69%	33.07%	31.22%	31.52%	-0.46%	-1.55%

资料来源：各银行定期报告，东北证券

2.1.5 有效税率出现波动

在 08 年经过税率改革之后，上市银行的有效税率都有了很大的下降，09 年全年在 08 年全年已经基础较低的基数上整体继续下降，10 年中期和第三季度整体都出现了反弹，不同上市银行之间出现分化，影响银行所得税率的主要变动因素在于国债投资比重的变化、不同所得税率地区收入结构的变化，未来整体将基本在 22-23% 之间波动。

表 8：上市银行有效税率变动

证券代码	证券简称	09 年全年所得税率	09 年中期所得税率	09 年前三季度所得税率	10 年中期所得税率	10 年前三季度所得税率	10 年中期所得税率变动	10 年前三季度所得税率变动
000001	深发展 A	18.74%	21.10%	19.89%	21.66%	21.28%	0.56%	1.39%
002142	宁波银行	16.70%	12.24%	9.71%	16.97%	17.74%	4.73%	8.03%
600000	浦发银行	23.59%	24.52%	24.29%	23.22%	23.18%	-1.30%	-1.10%
600015	华夏银行	22.11%	22.46%	23.13%	25.04%	24.81%	2.58%	1.68%
600016	民生银行	22.66%	23.02%	24.20%	23.17%	23.77%	0.15%	-0.43%
600036	招商银行	18.54%	18.82%	20.53%	22.47%	22.64%	3.65%	2.11%
601009	南京银行	17.46%	15.73%	15.50%	17.39%	18.35%	1.67%	2.86%
601166	兴业银行	22.91%	21.89%	21.89%	22.08%	22.71%	0.19%	0.82%
601169	北京银行	21.35%	21.65%	21.53%	21.62%	21.53%	-0.03%	0.00%
601288	农业银行	12.07%	23.45%	8.13%	20.96%	21.31%	-2.49%	13.18%
601328	交通银行	21.00%	21.44%	21.14%	21.88%	21.73%	0.44%	0.59%
601398	工商银行	22.66%	22.25%	22.07%	23.19%	23.17%	0.94%	1.10%
601818	光大银行	27.16%		25.61%	26.10%	24.91%	26.10%	-0.71%
601939	建设银行	22.99%	22.94%	22.80%	23.23%	23.08%	0.28%	0.28%
601988	中国银行	23.18%	22.87%	23.22%	22.64%	22.77%	-0.23%	-0.45%
601998	中信银行	24.42%	24.70%	24.51%	24.10%	24.25%	-0.59%	-0.25%
	平均	21.45%	22.59%	20.95%	22.73%	22.76%	0.13%	1.82%

资料来源：各银行定期报告，东北证券

2.1.6 信贷成本变动

信贷成本和净息差一样，是在目前情况下大家对于银行股非常关注的变量，特别是在 09 年银行新增了天量信贷的情况下，一方面上市银行群体因为历来实行比较谨慎的拨备政策，拨备覆盖率都比较高，所以市场希望银行能够在收入增加面临压力的情况下适当释放拨备来平滑利润波动，但是另一方面天量信贷的增加和尚且不稳固的宏观经济回升基础可能又使银行不能过快过多的释放拨备。

具体从资产质量的变动情况看；在分母上的贷款余额迅速增长的情况下，16 家上市银行的不良贷款率在 09 年全年和 10 年第一季度、10 年中期都有不同程度的下降，但是到了 10 年第三季度末，如果从环比的趋势看，有中信银行和交通银行没有能够实现不良贷款率的继续下降，不良贷款率与中期的情况持平；交通银行在业绩说明会中也提及，随着整体银行的不良贷款率都进入了较低的区间，银监会在对银行资产质量的监管上不再过分的强调双降，因此我们有理由相信，未来在季度数据上，不良贷款率不能出现持续双降的银行会越来越多。

如果从不良贷款的余额看，如果不考虑核销，那么有民生、兴业和交通银行的不良贷款余额在中期比年初的水平出现了上升，其中民生银行是两个季度持续上升，兴业银行和交通银行虽然最终是上升的，但是第二季度末的水平好于第一季度，中信银行虽然整体不良贷款余额是下降的，但是第二季度末的水平与第一季度末的水平相比，不良贷款余额出现了反弹，其余 13 家上市银行的不良贷款余额都是按季度持续下降。

如果从第三季度的情况看，浦发、兴业、中信和交通第三季度的不良贷款余额相比第二季度的水平出现了上升，民生银行第三季度的不良贷款余额相比第二季度出现了明显的下降，不过由于前两季度的上升，因此整体与年初的水平持平；特别是交通和兴业，虽然第二季度的情况低于第一季度，但是第三季度又出现了明显上升，其余 12 家银行的不良贷款余额都是按季度持续下降。

从不良贷款拨备覆盖率的角度上看，由于其反映的是余额的概念，所以不能反映出上市银行本期信贷成本是增加还是减少；只能在一定程度上反映出银行抵抗风险的能力，目前整体来看，上市银行抗风险的能力良好，全部达到银监会的 150% 以上的监管要求，从拨备覆盖率的变化上看，除了中信银行以外，所有上市银行的拨备覆盖率与年初水平相比都出现了不同程度的上升。而且是按季度持续上升。中信银行情况略有例外，整体拨备覆盖率是上升的，但是中期相对于今年第一季度末的水平有所下降。

从第三季度的情况看，大部分银行的贷款拨备覆盖率也是持续上横的，只有宁波银行略有例外，整体拨备覆盖率是上升的，但是第三季度末相对于中期的水平略有下降。此外，中信银行第三季度的拨备覆盖率虽然比中期水平环比恢复上升，但是也没有恢复到今年第一季度的水平。

当然，我们最关心的是银行信贷成本的变化，因为他直接反映在上市银行利润的变动上；当然由于信贷成本的计算也受制于贷款规模的摊薄因素，而且很多银行在收入和营业利润下降的基础上，都选择通过释放拨备来平滑利润波动，所以在整体情况下，大部分上市银行 09 年全年的信贷成本同比都出现了下降；只有宁波银行同比略有上升。10 年一季度的情况也类似，只有北京银行信贷成本同比略有上升，其余银行同比全部下降，10 年中期的情况，信贷成本同比上升的银行有所增加；华夏、中国银行和兴业银行都出现了比较明显的信贷成本的上升，整体 10 年中期平均的信贷成本为 0.43%，与 09 年中期的

0.44%基本持平，与 09 年年底的情况有所下降。但是我们预期 10 年全年银行的信贷成本会在 09 年较低的基础上有一定的回升。

10 年第三季度的情况，首先由于银监会加强了对于银行拨备的监管，加上银行自身审慎经营的需要，银行都在第三季度加大了拨备的计提力度，其次，从同比的情况看，信贷成本同比上升的银行逐渐增多；交通、民生、工商、兴业的信贷成本都出现了明显的提高

表 9: 上市银行不良贷款率变动

	09 年全年	10 年第一季度	09 年度变动	10 年第一季度环比变动	10 年中期	10 年中期环比变动	10 年第三季度	10 年第三季度环比变动
招商银行	0.82%	0.74%	-0.29%	-0.08%	0.67%	-0.15%	0.66%	-0.01%
浦发银行	0.80%	0.71%	-0.41%	-0.09%	0.61%	-0.19%	0.60%	-0.01%
民生银行	0.84%	0.80%	-0.36%	-0.04%	0.76%	-0.08%	0.75%	-0.01%
华夏银行	1.50%		-0.32%		1.28%	-0.22%		
深发展	0.68%	0.63%	0.00%	-0.05%	0.61%	-0.07%	0.57%	-0.04%
兴业银行	0.54%	0.53%	-0.29%	-0.01%	0.49%	-0.05%	0.48%	-0.01%
中信银行	0.95%	0.84%	-0.41%	-0.11%	0.81%	-0.14%	0.81%	0.00%
工商银行	1.54%	1.35%	-0.75%	-0.19%	1.26%	-0.28%	1.15%	-0.09%
建设银行	1.50%	1.35%	-0.71%	-0.15%	1.22%	-0.285%	1.14%	-0.08%
中国银行	1.52%	1.30%	-1.24%	-0.22%	1.20%	-0.32%	1.13%	-0.07%
交通银行	1.36%	1.27%	-0.56%	-0.09%	1.22%	-0.14%	1.22%	0.00%
南京银行	1.22%	1.16%	-0.42%	-0.06%	1.05%	-0.17%	0.98%	-0.07%
北京银行	1.02%	0.83%	-0.53%	-0.19%	0.76%	-0.26%	0.72%	-0.04%
宁波银行	0.79%	0.71%	-0.13%	-0.08%	0.62%	-0.17%	0.65%	0.03%
农业银行	2.91%	2.46%	-1.41%	-0.45%	2.32%	-0.23%	2.08%	-0.24%
光大银行	1.25%		-0.75%		0.95%		0.87%	-0.12%

资料来源：各银行定期报告，东北证券

表 10: 上市银行不良贷款余额变动

	09 年全年	10 年第一季度	09 年全年变动	10 年第一季度环比变动	10 年中期	10 年中期变动	10 年第三季度	10 年第三季度同比变动	10 年第三季度环比变动
招商银行	97.32	93.76	0.55	-3.56	88.5	-8.82	85.22	-12.1	-3.28
浦发银行	74.6	69.82	-10.07	-4.78	64.65	-9.95	64.89	-9.71	0.24
民生银行	73.97	74.55	-5.24	0.58	75.12	1.15	73.97	0	-1.15
华夏银行	66.13		-4.2		62.83	-3.3			
深发展	24.44	23.3	5.16	-1.14	22.9	-1.5	22.6	-1.84	-0.3
兴业银行	37.79	39.46	-3.7	1.67	39	1.21	39.84	2.05	0.84
中信银行	101.57	95.15	-1.29	-6.42	97.05	-4.52	97.24	-4.33	0.19
工商银行	884.82	816.09	-160	-68.73	800	-84.82	757.31	-127.51	-42.69

建设银行	722	685.28	-116.82	-36.72	651.68	-69.88	626.07	-95.93	-25.61
中国银行	747.81	690.38	-127.27	-57.43	645.91	-101.27	627.11	-120.7	-18.8
交通银行	250	253.96	-4.6	3.96	253.33	3.33	265.84	15.84	12.51
南京银行	8.2	8.12	2.11	-0.08	8.05	-0.15	7.81	-0.39	-0.24
北京银行	27.96	23.89	-1.91	-4.07	23.71	-4.25	23.33	-4.63	-0.38
宁波银行	6.45	6.18	1.93	-0.27	5.79	-0.66	6.35	-0.1	0.56
农业银行	1202.41	1095.43	-138.26	-106.98	1070.86	-131.55	994.38	-208.03	-76.48
光大银行	81		-12.39		68.7	-12.3	64.1	-16.9	-4.6

资料来源：各银行定期报告，东北证券

表 11: 上市银行贷款拨备覆盖率变化

	08 年全 年	09 年第一 季度	09 年全 年	10 年第一季 度贷款拨备 覆盖率	09 年全 年变化	10 年一 季度变 化	10 年中期 贷款拨备 覆盖率	10 年中 期变化	10 年第三 季度贷款 拨备覆盖 率	10 年第三 季度变化	10 年第三 季度环比 变化
招商银行	226%	219%	247%	272%	21%	26%	298%	51%	310%	63%	12%
浦发银行	192%	218%	246%	274%	53%	28%	302%	56%	308%	62%	6%
兴业银行	227%	230%	255%	261%	28%	6%	279%	24%	287%	32%	8%
华夏银行	151%		167%		16%		194%	27%			
中国银行	117%	123%	151%	172%	34%	21%	188%	37%	199%	48%	10%
建设银行	132%	142%	176%	209%	44%	33%	205%	29%	213%	38%	9%
工商银行	130%	132%	164%	180%	34%	15%	190%	25%	210%	46%	20%
中信银行	150%	157%	149%	171%	-1%	22%	170%	21%	176%	27%	6%
民生银行	150%	151%	206%	219%	56%	13%	229%	23%	259%	53%	30%
交通银行	117%	120%	151%	155%	34%	4%	161%	10%	168%	17%	7%
深发展	105%	130%	162%	188%	57%	26%	224%	62%	254%	92%	29%
南京银行	170%		174%	188%	4%	14%	204%	30%	223%	49%	19%
北京银行	180%	186%	216%	247%	36%	31%	255%	39%	266%	50%	11%
宁波银行	153%	155%	170%	187%	18%	17%	206%	36%	197%	27%	-8%
农业银行	64%		105%	123%	42%	18%	136%	31%	160%	54%	24%
光大银行	150%		194%		44%		238%	44%	265%	71%	27%

资料来源：各银行定期报告，东北证券

表 12: 上市银行信贷成本变化

证券简称	09 年 一 季 度	09 年 中 期	09 年 全 年	09 年变 化	10 年 一 季 度	10 年一 季度同 比变化	10 年 中 期	10 年中 期同比 变化	10 年 前三季 度	10 年前三 季度同比 变化
华夏银行		0.72%	0.87%	-0.61%			0.77%	0.05%	0.86%	-0.01%
交通银行	0.56%	0.59%	0.71%	-0.17%	0.52%	-0.04%	0.51%	-0.08%	0.65%	0.05%
南京银行	1.20%	0.90%	0.67%	-0.46%	0.70%	-0.50%	0.32%	-0.58%	0.62%	0.00%

宁波银行	0.39%	0.58%	0.64%	0.04%	0.30%	-0.09%	0.30%	-0.28%	0.29%	-0.35%
民生银行	0.76%	0.74%	0.62%	-0.45%	0.52%	-0.24%	0.31%	-0.43%	0.60%	0.02%
建设银行	0.16%	0.49%	0.56%	-0.47%	0.10%	-0.06%	0.30%	-0.19%	0.31%	-0.22%
工商银行	0.40%	0.37%	0.42%	-0.42%	0.05%	-0.35%	0.30%	-0.07%	0.40%	0.01%
深发展 A	0.63%	0.38%	0.49%	-2.50%	0.11%	-0.52%	0.14%	-0.24%	0.34%	-0.11%
浦发银行	0.40%	0.51%	0.38%	-0.22%	0.20%	-0.20%	0.30%	-0.21%	0.28%	-0.04%
中国银行	0.31%	0.37%	0.38%	-0.25%	0.54%	0.23%	0.54%	0.17%	0.35%	0.00%
招商银行	0.33%	0.53%	0.30%	-0.18%	0.20%	-0.13%	0.23%	-0.30%	0.29%	-0.02%
北京银行	0.02%	0.14%	0.30%	-0.68%	0.06%	0.04%	0.02%	-0.12%	0.07%	-0.03%
中信银行	0.26%	0.31%	0.27%	-0.60%	0.11%	-0.15%	0.29%	-0.02%	0.29%	-0.02%
兴业银行	0.22%	0.03%	0.09%	-0.59%	0.09%	-0.13%	0.34%	0.31%	0.35%	0.29%
农业银行			1.22%	0.01%	0.20%		0.90%		0.94%	
光大银行			0.43%	-0.94%			0.25%		0.35%	

资料来源：各银行定期报告，东北证券

2.1.7 有关拨贷比的情况

由于银监会未来的监管长期趋势是要在拨贷比，也就是拨备/总贷款这个指标上要求商业银行达到一定的标准，目前传闻的标准是 2.5%，也可能分为系统内重要银行和系统内非重要银行进行划分，在指标要求和达标时间上有所区别，目前由于具体细则尚未出台，所以对上市银行的具体影响很难确定，整体的原则当然是目前该指标的水平距离 2.5% 的差距越小的银行，未来在拨备政策和信贷成本变化的不确定性上就越小。

从上市银行该指标的具体变化上，目前该指标不到 1.5% 的上市银行有深发展、兴业、中信、和宁波，指标达标的银行应该有农业和华夏（华夏没有公布数据，但是我们预期已经达标），指标非常接近可以在年底轻松达标的有工商、建设和光大，未来不确定性最大的应该是深发展、兴业、中信和宁波。

表 13：上市银行拨贷比情况一览：

	09 年全年的拨贷比	10 年中期的拨贷比	10 年前三季度的拨贷比
招商银行	2.02%	1.99%	2.05%
浦发银行	1.97%	1.84%	1.85%
民生银行	1.73%	1.74%	1.95%
华夏银行	2.50%	2.48%	
深发展	1.10%	1.37%	1.45%
兴业银行	1.38%	1.37%	1.38%
中信银行	1.42%	1.38%	1.43%
工商银行	2.53%	2.39%	2.42%
建设银行	2.64%	2.50%	2.43%
中国银行	2.30%	2.26%	2.25%
交通银行	2.05%	1.97%	2.05%

南京银行	2.12%	2.14%	2.18%
北京银行	2.20%	1.94%	1.91%
宁波银行	1.34%	1.28%	1.28%
农业银行	3.07%	3.16%	3.32%
光大银行	2.43%	2.26%	2.31%

数据来源：上市银行定期报告，东北证券

2、2010 年全年上市银行利润增长情况预测

2.2.1 利润预测前提

(1)、10 年上半年适度宽松货币政策持续的可能性较大，准备金政策的变动可能随时出现，但是利率政策的变动可能要到二季度之后，因此在我们的盈利预测中暂不考虑利率政策的变动，10 年新增人民币贷款增量在 7-7.5 万亿元左右，09 年末贷款余额为 42.56 万亿元，10 年贷款同比增速下降到 19%左右，09 年全年贷款的平均增速为 31.25%（全年新增本外币贷款在 10.5 万亿左右）。与之对应的，我们预测上市银行的平均贷款增速在 18% - 20%左右。但是考虑到准备金的逐步提高，上市银行流动性将逐渐趋紧，为了保证贷款的增长，不排除银行可能会减少在其他生息资产上的配置，因此我们预测整体生息资产的增速将小于平均贷款增速，我们的模型中假设整体生息资产的增速为 16%。

(2)、我们的盈利预测中不考虑利率政策的变动，因此对于净息差而言，上市银行在 09 年中期平均出现了 07 年来净息差的最低点，平均水平为 2.13%，09 年第三季度平均有 12 个基点的上升；平均水平提高到 2.25%，09 年全年和 10 年第一季度分别继续上升了 12 个基点和 6 个基点，10 年第一季度的平均净息差上升到 2.43%，整体好于我们在年初的预期。

2010 年第二季度和第三季度商业银行净息差上升幅度将较为缓慢，主要原因是我们刚才提及的有部分银行需要在第二季度达到存贷比达标的过程，而且整体加息的时间和对于银行净息差提升的幅度都比乐观预期要小，加息后存量资产和负债的利率调整还需要一定时间，因此第二季度和第三季度上市银行的平均净息差上升 1 个基本点和 3 个基本点，我们目前预测全年上升到 2.53%左右，比我们年初的预测提高了 8 个基本点左右。比我们年中的预测低了 2 个基本点，主要是上市银行 10 年前三季度的净息差表现略低于我们的预期。具体参见表 14:

表 14: 上市银行净息差水平预测

	09 年第一 季度	09 年上半 年末	09 年三 季度末	09 年全 年	10 年第一 季度	10 年上半 年净息差	10 年前三季 度净息差	10 年全年净 息差预测
招商银行	2.47%	2.24%	2.21%	2.23%	2.49%	2.56%	2.64%	2.63%
浦发银行	2.45%	2.06%	2.20%	2.19%	2.38%	2.44%	2.41%	2.53%
民生银行	2.40%	2.43%	2.54%	2.59%	2.92%	2.89%	2.83%	2.95%
兴业银行	1.99%	1.90%	1.94%	2.34%	2.41%	2.33%	2.35%	2.42%
交通银行	2.26%	2.21%	2.22%	2.30%	2.41%	2.43%	2.44%	2.51%

中信银行	2.52%	2.47%	2.61%	2.51%	2.49%	2.60%	2.51%	2.70%
华夏银行	1.81%	1.88%	1.94%	2.03%	2.36%	2.38%	2.36%	2.41%
深发展 A	2.70%	2.50%	2.47%	2.47%	2.42%	2.46%	2.49%	2.53%
工商银行	2.35%	2.25%	2.25%	2.26%	2.35%	2.37%	2.39%	2.45%
中国银行	2.14%	2.04%	2.03%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.15%
建设银行	2.58%	2.46%	2.41%	2.41%	2.39%	2.41%	2.45%	2.51%
宁波银行	2.93%	2.91%	2.82%	2.90%	2.71%	2.60%	2.52%	2.72%
南京银行	2.80%	2.63%	2.57%	2.56%	2.54%	2.50%	2.48%	2.60%
北京银行	2.50%	2.32%	2.33%	2.34%	2.36%	2.29%	2.28%	2.40%
平均	2.38%	2.13%	2.25%	2.37%	2.43%	2.44%	2.47%	2.53%

资料来源：各上市银行定期报告，东北证券

(3) 有关信贷成本预测：信贷成本的定义是当年新增的拨备与当年贷款平均余额之比，他反映了银行为了实现贷款利息收入需要在税前列支的准备支出，与反映时点数的不良贷款准备覆盖率不同，他直接体现在利润表中的扣减项目上，是我们对上市银行进行盈利预测的另一个重要变量；由于此变量最终的实际水平受制于各银行管理层各自不同的考虑，进行人为控制和平滑的余地非常大，因此这个变量的预测具有很大的不确定性。

由于考虑了农业银行和光大银行，因此上市银行信贷成本的变化与我们前期的预测趋势具有一定的不同 09 年全年和 10 年第一季度，上市银行通过下降信贷成本反哺利润的动作非常明显，确保了银行 09 年全年和 10 年第一季度净利润的平稳增长，从数据上看，08 年全年银行的信贷成本为 1.20%，09 年全年下降到 0.80%，10 年第一季度信贷成本为 0.33%，比 09 年第一季度的 0.46% 同比下降了 13 个基本点。但是鉴于未来资产质量恶化的长期压力仍在，我们预计从谨慎经营的角度出发，银行会在 10 年下半年大拨备计提（实际上第三季度很多银行已经有所体现），但是光大银行和农业银行，尤其是农业银行的加入（因为农业银行信贷成本是下降的）改变了趋势，因此，我们目前预测 10 年全年的信贷成本会在 09 年全年的基础上会有所下降，目前预测 10 年全年的信贷成本为 0.75%，比 09 年的基础下降了 5 个基本点。但是如果扣除掉农业银行和光大银行的影响，特别是农业银行的影响，10 年的信贷成本应该还是上升的。具体见表 15：

表 15：上市银行信贷成本预测

	07 年全 年信贷成 本	08 年全 年信贷成 本	09 年中 期信贷成 本	09 年前 三季度信 贷成本	09 年全 年信贷成 本	10 年前 三季度信 贷成本	10 年全 年信贷成 本预测
深发展 A	1.02%	2.91%	0.65%	0.57%	0.41%	0.34%	0.45%
宁波银行	0.31%	0.60%	0.58%	0.64%	0.64%	0.29%	0.45%
浦发银行	0.69%	0.60%	0.51%	0.32%	0.38%	0.28%	0.45%
华夏银行	1.25%	1.48%	0.80%	0.79%	0.87%	0.86%	0.85%
民生银行	0.44%	1.07%	0.69%	0.52%	0.62%	0.60%	0.71%
招商银行	0.49%	0.48%	0.53%	0.32%	0.30%	0.29%	0.35%
南京银行	0.67%	1.13%	0.90%	0.62%	0.67%	0.62%	0.63%
兴业银行	0.40%	0.68%	0.03%	0.06%	0.09%	0.35%	0.45%
北京银行	0.45%	0.98%	0.27%	0.10%	0.30%	0.07%	0.20%

交通银行	0.64%	0.88%	0.59%	0.60%	0.71%	0.65%	0.65%
工商银行	0.86%	0.84%	0.37%	0.36%	0.42%	0.40%	0.45%
建设银行	0.65%	1.03%	0.49%	0.44%	0.56%	0.31%	0.35%
中国银行	0.36%	0.63%	0.37%	0.37%	0.38%	0.35%	0.40%
中信银行	0.55%	0.87%	0.28%	0.27%	0.27%	0.29%	0.48%
农业银行		1.21%			1.22%	0.94%	0.80%
光大银行		1.37%			0.43%	0.35%	0.35%
平均	0.64%	1.20%	0.44%	0.40%	0.80%	0.51%	0.75%

资料来源：各上市银行定期报告，东北证券

(4) 其他变量预测：

中间业务收入：09年前三季度，上市银行的中间业务收入出现分化，09年前三季度平均增长幅度在14.89%，第四季度随着出口的逐渐复苏、资本市场的回暖和创新中间业务的继续发展，上市银行的中间业务收入增速有所提高，第一季度的提高更加明显；09年全年上市银行中间业务收入的平均增长速度在20.8%；10年第一季度更是爆发式增长，同比增长42.34%，环比增长31%，当然这当中同比数据有基数偏低的原因，10年中期的增速在36.09%；我们预计10年全年的同比增速在30%左右

成本收入比：09年前三季度，所有上市银行平均为31.87%，但是由于银行费用开支在季度分布之间的不均衡性，所以我们预测第四季度，上市银行的成本收入比整体将反弹，09年全年整体上升到37.28%左右的水平，超过我们年初的预测；10年在09年已经严格成本开支以及上市银行面临继续扩张和发展的背景下，经营成本整体会出现一定反弹，不过收入增速会提高，因此我们预计10年全年的成本收入比会稳中略有下降，平均下降到35%左右的水平。

有效税率：上市银行09年全年平均的有效税率为21.35%，同比依旧呈现下降趋势；10年我们保守预测有效税率稳定在23%左右。

2.2.2 利润预测结果

在上述利润预测前提的基础上，我们得出10年的利润预测结果：09年16家上市银行平均净利润同比增长18.26%，10年中期利润增速在31.57%，10年前三季度利润增速在32.55%；10年在全年人民币贷款增量在7.5-8万亿元左右，净息差回升16个基本点左右，信贷成本不出现明显上升的情况下，上市银行的平均净利润增速同比达到24.63%。整体10年的净利润增速比我们年中预计的20.82%有所上升，一方面是因为统计样本的变化，增加了农业银行和光大银行；另一方面主要是因为净息差上升的幅度超过我们年中的预期，对于信贷成本方面，我们比年中的预期有所上升，但是我们还是没有采取10年底拨备/总贷款指标达标的极端做法，我们假设银监会会给银行缓冲期，除了略微增加信贷成本之外，我们没有考虑可能实施的拨备新政对银行10年业绩的更多影响。具体见表16：

表 16: 上市银行 10 年业绩预测

	08 年净利润	08 年 EPS	09 年净利润	09 年 EPS	10 年净利润 (预测)	10 年 EPS
深发展 A	6.1404	0.2	50.31	1.62	75.9	1.48
宁波银行	13.3174	0.53	14.57	0.58	21	0.84
浦发银行	125.1583	2.211	132.15	1.621	180	1.25
华夏银行	30.7084	0.7036	37.6	0.7535	57.56	0.84
民生银行	78.93	0.42	121.08	0.63	149	0.56
招商银行	209.46	1.43	182.35	0.95	245.48	1.14
南京银行	14.561	0.79	16.97	0.84	20.17	0.84
兴业银行	113.8503	2.28	132.82	2.66	171	2.85
北京银行	54.1658	0.87	56.33	0.9	74.1	1.19
交通银行	285.2	0.58	302.11	0.61	382.50	0.68
工商银行	1111.51	0.33	1293.5	0.39	1503.6	0.45
建设银行	926.42	0.4	1068.36	0.46	1285.29	0.55
中国银行	650.73	0.25	853.49	0.32	1015.36	0.4
中信银行	133.2	0.34	145.6	0.37	195	0.50
农业银行	514.53	0.2	650.02	0.25	909	0.27
光大银行	73.16	0.26	76.43	0.26	113.25	0.28
合计	4341.0416		5133.69		6398.21	
同比增长	29.00%		18.26%		24.63%	

资料来源: 东北证券

三、2011 年银行业投资策略

1、主要投资宏观背景

3.1.1、货币政策维持中性，11 年上半年为了控制通货膨胀紧缩货币的压力依旧较大

由于计算基数的问題，2011 年上半年通货膨胀的压力依旧很大；而且此轮通胀的最终源头来自于全球范围内的货币超发，控制的难度较大，因此 11 年全年我们预测央行要保持货币政策的中性，尤其是 2011 年上半年紧缩货币的压力依旧较大

1、全年新增人民币信贷总量预计在 6-7 万亿之间

目前各个主要商业银行已经向央行汇报了 2011 年的贷款计划，基本均与 2010 年持平没有太多变化，考虑到银央行会对各个银行上报的信贷计划进行调整打折，再考虑到明年存在部分表外资产转表内会自动冲减贷款额度，因此我们预计 2011 年全年央行希望控制的全年新增人民币信贷总量在 6-7 万亿之间，超过 7 万亿的可能性不大。与 2010 年相比整体有明显的下降。

2、考虑到 10 年 10 月和 11 月两次差别调整准备金率的临时政策可能会到期取消，目前系统内重要银行的准备金率为 18%，11 年可能还会有 4-5 次上调的空间，整体可能会将系统内重要银行的法定准备金率上调到 20%左右。

如果我们考虑明年还有 2 个百分点左右的存款准备金率上调空间,相对目前的存款总额,回收商业银行系统的流动性在 1.5 万亿元左右;目前,银行倾向于依靠压缩同业资产和债券资产来满足准备金率的提高;同业资产收益率约为 3%,和法定存款准备金利率的差异约为 138 个基点,因此法定存款准备金上调 0.5 个百分点对 11 年盈利的影响约为 0.4%,累积效应约为 2%-3%。

3、从利率政策上说,为了控制通货膨胀压力和减少存款负利率的情况,我们预测在今年剩余时间及明年尤其在明年上半年的时间周期内,是央行动用利率工具的敏感窗口,由于央行会严控 CPI 回落到 3%的目标,但是 CPI 目前已经到了 4%以上的高位;所以我们预测一年期存款利率提高的目标位应该在 3%-3.5%左右,按照一次 25 个基本点的提高幅度,未来可能还有两次到四次加息空间,除非通货膨胀势头超过央行的预期,否则央行不会轻易将存款利率提高的 3.5%以上。

从加息对银行的影响看,加息的方式至关重要,如果我们假定一年期的存贷款利率均是对称加息,整体占比 40%的活期存款如何加息对于银行的净息差影响至关重要,按照目前的存贷款结构,我们初步计算,如果按照 10 年 10 月份第一次加息的架构,只有活期存款的利率上调幅度超过 20 个基点,静态计算就将缩小银行业的息差,反之银行的净息差应该是平稳或小幅扩大的趋势。具体见下表:

表 17: 央行加息对存贷利差的静态测算

项 目	利率调整幅度	存款比重	
活期存款	0.19%	40%	0.076%
整存整取定期存款			
三个月	0.20%	20%	0.04%
半年	0.22%	30%	0.066%
一年	0.25%	9%	0.0225%
二年	0.46%	1%	0.0046%
三年	0.52%	1%	0.0052%
五年	0.60%	1%	0.006%
平均			0.2203
各项贷款			
6 个月	0.24	10%	0.024%
1 年	0.25	30%	0.075%
1-3 年	0.20	60%	0.12%
3-5 年			
5 年以上			
平均			0.219
存贷息差变化(百分点)			-0.013

资料来源: 东北证券

2、主要投资监管背景

在后金融危机时代，银监会的主基调是变危机监管为常态监管，2011 年的主要动向应该依旧是资本监管和资产质量监管，同时这两种监管都将区分系统重要性银行和非系统重要性银行进行。

3.2.1 有关系统性重要银行和非系统重要性银行的区分

目前系统性重要银行是工、农、中、建和交，据报道，将有两家股份制银行加入系统性重要银行，目前报道是招商银行和中信银行。

3.2.2 有关资本监管

根据《巴塞尔协议 III》，截至 2019 年 1 月 1 日，全球各商业银行必须将资本留存缓冲提高到 2.5%。同时还要求建立 0-2.5% 的逆周期资本准备，预计到 2016 年-2019 年分阶段实施，我国目前没有资本留存缓冲的说法，2011 年，银监会在巴塞尔协议 III 上可能会有具体的监管协议落地；目前银监会对新资本充足率的讨论方案具体见下表：

表 18：银监会对新资本充足率的讨论方案

	最低资本要求				系统性重要银行附加资本	达标时间
	核心一级资本	一级资本	总资本	超额资本		
系统性重要银行	6%	8%	10%	0-4%，必要时 0-5%	1%	2011 年开始实施，2012 年达标
系统性非重要银行	6%	8%	10%	0-4%，必要时 0-5%	无	2011 年开始实施，2016 年达标

资料来源：东北证券

目前上市银行的资本充足率情况是已经满足了最低资本和附加资本要求，但是唯一不确定的是超额资本要求，如果要达到这个资本要求，则所有上市银行都面临新一轮的融资过程，而且会影响银行的扩张能力和盈利能力。

3.2.3 有关资产质量监管

有关资产质量监管，目前的版本是实施拨贷比（拨备总额/贷款总额）为 2.5% 和拨备覆盖（拨备总额/不良贷款总额）为 150% 孰高法的标准，如果实施的是拨备覆盖率，则所有的上市银行均已经达标，如果实施 2.5% 的拨贷比，则银行还具有很大的差距，目前的版本说法是系统重要性银行 2012 年以前达标，系统非重要性银行 2016 年以前达标。此外，如果 2011 年出台政策说所有的贷款都要按照新的拨贷比要求实施的话，会影响银行长期的扩张动力，尤其是在信贷资产方面的扩张动力。

3、主要政策影响

我们暂时不考虑巴塞尔协议 III 的影响，因为我们预计即使巴塞尔协议 III 在 11 年出台可能的落地标准，但是在超额资本方面应该会给予银行一定的缓冲期限，但是从长期趋势上看，会降低银行的资产扩张速度和缩短银行的融资间隔，

我们主要对拨贷比政策进行动态测算，我们假定工、农、中、建、交、招商和中信作为系统重要银行会在 2012 年前达标，其余银行作为非系统重要性银行在 2016 年前达标，对于 2011 年净利润的影响集中在中行、交行、招商银行和中信银行上，其中影响最大的

是招商银行和中信银行，尤其是中信银行，2011 年的净利润为负增长，其余银行基本不受影响，到 2016 年可以自然达标。

表 19: 达到拨贷比对银行净利润的影响

	2011 年底实现 2.5%				2012 年底实现 2.5%			
	信贷成本		净利润增速		信贷成本		净利润增速	
2011 年	原	现	原	现	原	现	原	现
工行	0.60%	0.60%	16%	14.30%	0.60%	0.60%	16%	16%
建行	0.55%	0.55%	20%	20%				
中行	0.55%	0.70%	16%	11.70%	0.55%	0.55%	16%	16.00%
农行	0.90%	0.90%	28.54%	28.54%				
交行	0.70%	0.90%	20%	11.10%	0.70%	0.70%	20%	20%
招行	0.65%	1.00%	22.21%	5.00%	0.65%	0.70%	22.21%	20.20%
中信	0.70%	1.70%	21.00%	-35.80%	0.70%	1.10%	21.00%	-1.60%
民生	0.70%	0.90%	27.52%	17.10%	0.70%	0.70%	27.52%	25.25%
兴业	0.50%	1.50%	22%	-19.80%	0.50%	0.90%	22%	4.50%
浦发	0.75%	1.10%	21%	2.30%	0.75%	0.80%	21%	18%
光大	0.60%	0.70%	22.21%	14.20%	0.60%	0.60%	22.21%	19.60%
华夏	0.90%	0.90%	32.01%	32.01%				
深发展	0.60%	1.90%	25.01%	-58.40%	0.50%	1.10%	25.01%	-5.50%
北京	0.68%	0.80%	21%	15.70%	0.68%	0.70%	21%	18.8%
南京	0.70%	0.80%	29.01%	27.20%	0.70%	0.70%	29.01%	29.01%
宁波	0.65%	1.60%	25%	-14.20%	0.65%	1.00%	25%	12.00%

资料来源：东北证券

如果从拨贷比对银行的持续影响上看，那就是持续增加银行的信贷成本，而且信贷成本会随着信贷增速的提高呈现线性提高，目前，如果我们倾向于认为未来银行的信贷资产增速在 20% 左右的话，那么如果持续实现 2.5% 的拨贷比，则银行的信贷成本将持续维持在 0.50% 以上的水平，影响银行的扩张动力和盈利能力。

但是整体银监会的政策落地还有不确定性，如果银监会真的是采用拨贷比和拨备覆盖率孰高的原则，那对所有上市银行应该没有影响，这种可能性还是比较大的。

4、2011 年上市银行盈利预测

2011 年业绩预测的关键依旧是生息资产规模扩张、净息差和信贷成本的变化上，目前在这三个重要变量上的预测都具有很大的不确定性，因为 2011 年的信贷增量，加息次数以及加息方式、银监会对于银行信贷成本的政策都具有很大的不确定性，目前我们只能做粗略预测：

3.4.1、生息资产规模扩张速度

我们粗略假设明年除了工、农、中、建以外，其余上市银行基本上还可以保持 20% 左右的贷款增速，工、农、中、建可能受到货币政策的影响略低，我们预期在 10-12% 左右，考虑到整体生息资产的规模扩张速度，由于在贷款增速受限的情况下，银行可能在非信贷

资产上做更多的考虑,所以生息资产规模扩张的速度会超过贷款规模,整体中小银行会保持 25%-30%的生息资产规模增速,大银行的生息资产规模增速在 15-20%左右。

3.4.2、有关净息差

整体我们判断由于企业的贷款负担沉重,而且此次加息的背景是防通胀,因此此次加息在 11 年银行净息差提高的幅度和速度都不能与 07 年加息周期相比,但是我们整体又认为央行在确认加息方式时不会损害银行的净息差,加上信贷控制等会提高银行的定价能力,所以整体判断 2011 年净息差依旧是缓慢上升的趋势,当然不排除银行之间的分化,目前我们预期 2011 年全年银行的净息差为 2.65%,比 10 年全年的水平提高 12 个基本点。

3.4.3、有关信贷成本

整体在信贷成本的预测上我们都比市场普遍预测谨慎,11 年如果考虑到 2.5%的拨贷成本可能开始要求分段达标以及银行对于未来资产质量演变的担忧,我们预期整体信贷成本依旧会上升,当然其中最主要的驱动因素是拨贷比的达标,当然由于整体工、中、建等大额拨贷比都将很快达标,农行的信贷成本还面临下降,因此整体 11 年信贷成本上升的幅度有限,不过小银行将非常明显,目前我们粗略预测 11 年平均的信贷成本在 0.82%左右,比今年的水平上升 5 个基本点。我们没有考虑 11 年拨贷比达标的情况。

在这些基本假设的基础上,我们粗略得出 2011 年银行业的业绩预测,整体 11 年 16 家上市银行的净利润增速达到 20.54%。具体情况参见表 20:

表 20: 上市银行 2011 年业绩预测

	09 年净利润	09 年 EPS	10 年净利润 (预测)	10 年 EPS	11 年净利润 (预测)
深发展 A	50.31	1.62	75.9	1.48	94.88
宁波银行	14.57	0.58	21	0.84	26.25
浦发银行	132.15	1.621	180	1.25	217.8
华夏银行	37.6	0.7535	57.56	0.84	75.98
民生银行	121.08	0.63	149	0.56	190
招商银行	182.35	0.95	245.48	1.14	300
南京银行	16.97	0.84	20.17	0.84	26.02
兴业银行	132.82	2.66	171	2.85	208.62
北京银行	56.33	0.9	74.1	1.19	89.66
交通银行	302.11	0.61	382.50	0.68	459.00
工商银行	1293.5	0.39	1503.6	0.45	1744.18
建设银行	1068.36	0.46	1285.29	0.55	1542.35
中国银行	853.49	0.32	1015.36	0.4	1177.82
中信银行	145.6	0.37	195	0.50	234
农业银行	650.02	0.25	909	0.27	1168.4
光大银行	76.43	0.26	113.25	0.28	138.40
合计	5133.69		6398.21		7712.48
同比增长	18.26%		24.63%		20.54%

资料来源: 东北证券

如果考虑系统重要银行在 2012 年之前达标, 则只有招行和中信银行的盈利预测发生变化, 2011 年的业绩增速为 19.81%, 具体参见表 21

表 21: 工、农、中、建、交、招、中信作为系统重要银行在 2012 年达标

	09 年净利润	09 年 EPS	10 年净利润 (预测)	10 年 EPS	11 年净利润 (预测)
深发展 A	50.31	1.62	75.9	1.48	94.88
宁波银行	14.57	0.58	21	0.84	26.25
浦发银行	132.15	1.621	180	1.25	217.8
华夏银行	37.6	0.7535	57.56	0.84	75.98
民生银行	121.08	0.63	149	0.56	190
招商银行	182.35	0.95	245.48	1.14	295.07
南京银行	16.97	0.84	20.17	0.84	26.02
兴业银行	132.82	2.66	171	2.85	208.62
北京银行	56.33	0.9	74.1	1.19	89.66
交通银行	302.11	0.61	382.50	0.68	459.00
工商银行	1293.5	0.39	1503.6	0.45	1744.18
建设银行	1068.36	0.46	1285.29	0.55	1542.35
中国银行	853.49	0.32	1015.36	0.4	1177.82
中信银行	145.6	0.37	195	0.50	191.88
农业银行	650.02	0.25	909	0.27	1168.4
光大银行	76.43	0.26	113.25	0.28	138.40
合计	5133.69		6398.21		7665.43
同比增长	18.26%		24.63%		19.81%

资料来源: 东北证券

如果所有上市银行都作为系统重要银行在 2012 年达标的话, 则 2011 年银行的业绩增速为 11.84%: 具体情况参见表 22, 当然我们认为这种情况出现的可能性非常小。我们倾向于第二种情况, 也就是系统重要性银行在 2012 年前达标

表 22: 所有上市银行在 2012 年达标

	09 年净利润	09 年 EPS	10 年净利润 (预测)	10 年 EPS	11 年净利润 (预测)
深发展 A	50.31	1.62	75.9	1.48	71.73
宁波银行	14.57	0.58	21	0.84	23.52
浦发银行	132.15	1.621	180	1.25	212.4
华夏银行	37.6	0.7535	57.56	0.84	75.98
民生银行	121.08	0.63	149	0.56	186.62
招商银行	182.35	0.95	245.48	1.14	295.07
南京银行	16.97	0.84	20.17	0.84	26.02
兴业银行	132.82	2.66	171	2.85	178.70
北京银行	56.33	0.9	74.1	1.19	88.06
交通银行	302.11	0.61	382.50	0.68	459.00

工商银行	1293.5	0.39	1503.6	0.45	1744.18
建设银行	1068.36	0.46	1285.29	0.55	1542.35
中国银行	853.49	0.32	1015.36	0.4	1177.82
中信银行	145.6	0.37	195	0.50	191.88
农业银行	650.02	0.25	909	0.27	1168.4
光大银行	76.43	0.26	113.25	0.28	135.45
合计	5133.69		6398.21		7577.18
同比增长	18.26%		24.63%		11.84%

资料来源：东北证券

5、上市银行目前的估值水平

我们倾向于采用第二种中性业绩预测的方法进行上市银行目前的估值水平,也就是说在业绩预测中,我们考虑了系统重要性银行在 2012 年以前达标拨贷比的要求,考虑了准备金率上调到 20%对上市银行业绩的不良影响,考虑了可能的加息对银行业息差的影响,但是没有考虑进一步融资的摊薄。因为我们感觉 16 家上市银行 11 年继续启动融资的可能性非常小。

截至 2010 年 12 月 1 日,16 家上市银行的 10 年和 11 年的平均市盈率在 11 倍和 9 倍左右,平均市净率在 1.67 倍和 1.48 倍左右,处于历史估值低部,具体见表 23:

表 23: 上市银行最新估值水平一览

	收盘价 (12.1)	10 年 EPS	11 年 EPS	10 年 BVPS	11 年 BVPS	10PE	11PE	10PB	11PB
深发展 A	16.49	1.48	1.85	9.35	10.8	11.14	8.91	1.76	1.53
宁波银行	12.22	0.72	0.9	5.5	6.3	16.97	13.58	2.22	1.94
浦发银行	12.74	1.25	1.51	7.3	8.5	10.19	8.44	1.75	1.50
华夏银行	11.17	0.84	1.11	8.3	9.1	13.30	10.06	1.35	1.23
民生银行	5.07	0.56	0.71	4	4.5	9.05	7.14	1.27	1.13
招商银行	13.05	1.14	1.37	6.3	7.4	11.45	9.53	2.07	1.76
南京银行	9.96	0.68	0.88	6.32	6.95	14.65	11.32	1.58	1.43
兴业银行	24.13	2.85	3.48	15.3	18.5	8.47	6.93	1.58	1.30
北京银行	11.9	1.19	1.44	7.4	8.6	10.00	8.26	1.61	1.38
交通银行	5.59	0.68	0.82	3.9	4.6	8.22	6.82	1.43	1.22
工商银行	4.2	0.44	0.51	2.34	2.5	9.55	8.24	1.79	1.68
建设银行	4.7	0.55	0.66	2.8	3.2	8.55	7.12	1.68	1.47
中国银行	3.27	0.38	0.43	2.3	2.5	8.61	7.60	1.42	1.31
中信银行	5.44	0.5	0.49	3.1	3.3	10.88	11.10	1.75	1.65
农业银行	2.61	0.27	0.35	1.7	1.91	9.67	7.46	1.54	1.37
光大银行	3.83	0.28	0.34	1.92	2.2	13.68	11.26	1.99	1.74
平均						10.90	8.99	1.67	1.48

资料来源：东北证券

6、2011 年银行业投资策略

2011 年投资上市银行的主题依然是与政策的博弈过程，支持上市银行股价上涨的因素依旧是历史低点的估值水平和稳健的业绩增长，妨碍银行股价上涨的因素依旧是货币政策趋紧、信贷成本和资本监管要求上升影响银行的扩张能力、盈利水平、利率政策的可能不利变动等。

3.6.1 处于历史低点的估值水平

目前上市银行的平均 10 年和 11 年的 PE 为 11 倍左右和 9 左右，不仅处于历史估值的底部，而且与国际银行业相比（目前英、美等国家银行的平均 PE 在 14 倍左右，日本在 10 倍左右），考虑到国内银行相对较高的成长性和盈利能力，目前国内银行的估值水平处于极低的范围，同时我们相信银监会出台的各项政策落地后，银行依然能维持稳健的业绩增长，10-15%是银行业 2011 年业绩增长的低点，因此即使股价水平保持不变，银行股目前的估值水平在 2011 年将自动下降至少 10%以上，因此目前银行股的估值具有极高的安全边际。

3.6.2 稳健的业绩增长

目前影响上市银行业绩增长最主要的不确定性因素应该是银监会在拨备监管上的政策如何落地以及利率政策如何变动，我们倾向于认为利率政策不会过分损害银行净息差，银行平均净息差水平在 2010 年的基础上平稳微增；拨备政策可能比我们预期的温和，如果实施拨备覆盖率和拨贷比孰高原则的话，对上市银行基本没有影响，最极端的情况，如果所有上市银行在 2012 年达标，除了中信银行业绩略降之外，其余银行均保持稳健增长，平均增幅也在 10%以上。因此上市银行具有确切稳健的业绩增长。

3.6.3 货币政策趋紧

货币政策趋紧是明年尤其是明年上半年必然趋势，准备金率和利率政策可能同时运用，对于上市银行而言，不利影响最大的是不对称加息，特别是活期存款的加息，不过我们倾向于利率政策不会过分影响银行的息差。如果实际情况差于我们预期的话，将会影响银行的盈利能力。

3.6.4 监管环境趋紧

银监会明年实施逆周期的资本监管和拨备监管也是大势所趋，如果两项监管政策最终的落地在我们预计的范围之内，其大致影响已经基本被消化，如果最终落地严格于我们的预期，上市银行可能会出现进一步的价格波动。

3.6.5 结论

因此整体上，由于我们预期明年上半年趋紧的货币政策和监管政策将逐渐落地和预期将逐渐明朗，明年下半年银行业的投资环境要优于下半年，可能整体银行股明年上半年低位波动，下半年估值修复的可能性较大。考虑到投资上的时间安排，我们认为明年第二季度应该是逐步扩大银行股配置比例的最佳时机。

但是鉴于整体银行股的估值处于历史低位，以及明年银行业的景气和投资环境应该是逐步优化的过程，所以我们依旧维持优于大市的评级。

3.6.6 重点公司

整体上，我们依然看好质地优秀的股份制商业银行的投资机会，也要关注基本面有较大改善空间的股份制商业银行的投资机会，我们建议两者可以做适当组合配比，目前我们重点关注的品种是招商、兴业加上浦发和民生。有关这些银行的具体分析请参照我们前期的系列报告。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。