

## 关注估值优势和逐渐明朗的监管政策

### -2011 年银行业投资策略

## 银行业

2010 年以来,影响银行业的主要因素是增加资本、提高拨备要求、房地产调控升级及地方政府融资平台贷款问题。提高资本要求引发了大规模的再融资,增加拨备将减少本期利润,房地产贷款和地方融资平台贷款则关系着资产质量。

对照巴塞尔协议对银行资本的最新要求,国内银行资本要求实际上处于更高水平。由于绝大多数上市银行完成了再融资,预期可满足未来 2-3 年的业务扩张需求。

展望 2011 年,我们认为银行业仍将面对尚未解决的问题,包括地方融资平台贷款、房地产贷款及新的拨备要求。此外,还将面对一系列新问题,包括信贷政策调整、开始实施新的巴塞尔协议、推出新的监管措施等。

总体上,银行业的收入和利润正处于上升通道之中,营业收支结构正在优化,股份制银行的息差已恢复到较高水平。

我们估计,2011 年上市银行净利润增速为 20-30%。考虑到拨备政策的不确定性,业绩的增速可能存在着一一定程度的变数。

行业评级: 标配

公司评级: 买入浦发银行、民生银行、南京银行

维持

标配

分析师: 李文 伍岳

证书编号: S0630208080071

联系信息:

010-59707106

liwen@longone.com.cn

日期

2010 年 12 月 23 日

行业表现



## 正文目录

### 一、2010 年重大事件回顾

- 1、提高资本要求
- 2、房地产调控不断升级
- 3、拨备标准从严
- 4、地方融资平台贷款的忧虑

### 二、中国银行业资本要求高于 G20

- 1、G20 对银行资本的最新要求
- 2、中国目前的核心资本要求
- 3、上市银行核心资本现状

### 三、老问题仍然存在

- 1、地方融资平台贷款悬而未决
- 2、拨备新规可能分步落实
- 3、房地产贷款疑虑

### 四、需要澄清的问题

- 1、收入结构问题
- 2、国内银行息差水平适中

### 五、未来应注意的问题

- 1、货币信贷政策将调整
- 2、新资本协议开始实施
- 3、系统重要性银行可能增加
- 4、或许推出新的监管政策

### 六、关注银行业积极的变化

- 1、收入及利润处于上升通道
- 2、收支结构改善
- 3、股份制银行息差好转

### 七、盈利预测与估值

- 1、2010 年盈利预测
- 2、2011 年盈利预测及评级
- 3、个股点评

## 图表目录

|     |                    |
|-----|--------------------|
| 图 1 | 美国商业银行净息差.....     |
| 图 2 | 工商银行净息差            |
| 图 3 | 汇丰银行净息差            |
| 图 4 | 渣打集团净息差            |
| 图 5 | 贷款增长及银行业资产增长       |
| 图 6 | 各银行杠杆倍数            |
| 图 7 | 2008 年以来各季度收入及利润增长 |
| 图 8 | 股份制银行的净息差          |
| 图 9 | 手续费及佣金收入占比稳步提升     |
| 表 1 | 巴塞尔 III 的资本要求      |
| 表 2 | 各银行核心资本充足率         |
| 表 3 | 汇丰银行利息及非利息收入比重     |
| 表 4 | 股份制银行主要财务比率        |
| 表 5 | 盈利预测及投资评级          |

## 一、2010 年重大事件回顾

2009 年下半年以来，银行业面对的主要问题可以归纳为两类，一类是从国际金融危机吸取的教训：增加资本和提高拨备水平；二是国内刺激经济的后遗症，天量信贷和刺激房地产的政策后果是，地方融资平台贷款大量增加，房地产价格不断上升，这就带来了资产质量和拨备问题。

### 1、提高资本要求

明确提高资本要求的信号是监管部门于 2009 年 8 月发布的《关于完善商业银行资本补充机制的通知》，该通知极大地提高了核心资本要求，此后几乎贯穿于 2010 年全年，绝大多数已上市银行陆续完成了再融资。

### 2、房地产调控不断升级

2010 年 3 月“两会”期间，部分地区房价显著异动，从此政策不断向房地产施压。4 月 17 日，国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（通称 10 号文）。由于银行对开发商和居民发放了较多的贷款，投资者担心，房地产价格下降会影响贷款质量。

### 3、拨备标准从严

9 月，有报道称监管部门正与商业银行商讨按照贷款总额计提减值准备的可行性方案，初步商议大型银行的拨备/总贷款的比率（拨/贷比）要达到 2.5%，股份制银行要求达到 2.4%。同时，拟要求商业银行分阶段如在 2011 年底之前达标。此时，部分银行的拨/贷比低于上述标准。

### 4、地方融资平台贷款的忧虑

2009 年下半年以来，如何处理地方政府融资平台贷款也产生了重大影响。监管部门认为，平台贷款的一部分存在着问题，但几乎各家银行均认为平台贷款的资产质量不低于或高于整体的贷款质量，这令投资者难以抉择。

## 二、中国银行业资本要求高于 G20

### 1、G20 对银行资本的最新要求

2008 年金融危机以来，增加银行资本成为 G20 的共识。巴塞尔银行监管委员会 (BCBS) 于 2010 年 7 月达成共识，并提出更严格的资本要求。2010 年 9 月，BCBS 召开央行行长及监管当局负责人会议 (GHOS)，宣布完全支持 BCBS 共识。会议通过的文件是《央行行长及监管当局负责人会议宣布提高全球银行业最低资本要求》，媒体和一些分析习惯于称之为巴塞尔 III。

2010 年 11 月，G20 首尔峰会与会领导人通过了巴塞尔 III 和有关资本流动性、全球大型金融机构（或系统重要性金融机构，简称 SIFI）的国际标准和原则。

巴塞尔 III 的核心内容包括三个方面：一是明确了一级资本最低要求为 6%（2015 年初开始达标），总资本最低要求为 8%（没有变化）。二是明确了两个超额资本要求：一个是资本留存超额资本要求，水平为 2.5%，

设立资本留存超额资本要求是为了确保银行具有充足的资本用于吸收经济压力时期的损失，并规定银行必须用普通股来满足资本留存超额资本要求；另一个是反周期超额资本要求，水平为 0-2.5%，只有当出现系统性贷款高速增长的情况下，商业银行才需计提反周期超额资本，大多数时期反周期超额资本为 0。三是明确了过渡期安排。为防止过快实施更高的资本标准影响全球经济的复苏，BCBS 要求，自 2019 年开始正常条件下商业银行的普通股(含留存收益)充足率、一级资本充足率和总资本充足率应分别达到 7%、8.5% 和 10.5%。

**表 1 巴塞尔Ⅲ的资本要求**

|                   | 2013  | 2014  | 2015  | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 一级资本充足率最低要求       | 4.50% | 5.50% | 6.00% | 6.00%  | 6.00%  | 6.00%  | 6.00%  |
| 总资本充足率最低要求        | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.00%  | 8.00%  | 8.00%  | 8.00%  |
| 资本留存缓冲最低要求        |       |       |       | 0.625% | 1.250% | 1.875% | 2.500% |
| 一级资本充足率加留存缓冲的最低要求 | 4.50% | 5.50% | 6.00% | 6.625% | 7.25%  | 7.875% | 8.50%  |
| 总资本充足率加留存缓冲的最低要求  | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.625% | 9.25%  | 9.875% | 10.50% |

资料来源：BCBS，中国人民银行，中国银监会。其中，所有年度均从 1 月 1 日开始

## 2、中国目前的核心资本要求

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（含国开行、国有商业银行和股份制银行）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%。而且，主要商业银行发行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%。

2010 年初，监管部门负责人以发表正式文章的形式要求，2010 年全年大型银行资本充足率均应保持在 11%以上，中小银行应保持在 10%以上。稍后一些时间，监管部门要求大型银行或系统重要性银行将资本充足率提高至 11.5%。

综合上述信息，我们认为监管部门实际上将银行分为三类，并规定了不同的核心资本充足率要求：国有大银行或系统重要性银行：最低资本充足率 11.5%，最低核心资本充足率可能接近 8.40%；股份制银行：最低资本充足率 10%以上，最低核心资本充足率 7.2%以上；城市商业银行：最低资本充足率 10%以上，最低核心资本充足率 6.92%以上。

与《商业银行资本充足率管理办法》规定的 4%（核心资本充足率）和 8%（资本充足率）比较，新的政策要求既提高资本充足率要求，又通过限定次级债务的比例，显著地提高了核心资本充足率要求。

## 3、上市银行核心资本现状

2009 年下半年以来，除两家完成 IPO 外，有 11 家已上市银行完成了再融资，有 2 家再融资方案正在落实中。经过这一轮集中的再融资，目前各银行的核心资本充足率均处于较高水平，基本可以保证未来 1-3 年的资本需求。但监管部门可能对地方政府融资平台贷款重新分类，或许小幅降低资本充足率。

**表 2 各银行核心资本充足率**

|      | 2010.6 | 2010.9 | 备注                              |
|------|--------|--------|---------------------------------|
| 工商银行 | 9.41%  | 9.33%  | 9月发行了250亿元转债，配股约募集449亿元         |
| 建设银行 | 9.27%  | 9.33%  | 配股约募集616.7亿元                    |
| 中国银行 | 9.33%  | 9.35%  | 6月发行了400亿元转债，配股约募集599亿元         |
| 交通银行 | 8.94%  | 9.46%  | 6、7月份，配股募集约330.7亿元              |
| 招商银行 | 8.05%  | 8.03%  | 上半年配股募集约220亿元                   |
| 中信银行 | 8.26%  | 8.80%  | 10配2.20股的方案已获得银监会批准             |
| 浦发银行 | 7.01%  | 7.09%  | 9月，定向增发募集约394.6亿元               |
| 民生银行 | 8.32%  | 无数据    | 2009年11月，增发H股募集约301.6港元         |
| 兴业银行 | 9.29%  | 8.79%  | 6月，配股募集约178.6亿元                 |
| 华夏银行 | 6.49%  | 无数据    | 定向增发待落实                         |
| 深发展  | 7.20%  | 7.00%  | 9月向中国平安定向增发募集69.3亿元，可能还有26.92亿元 |
| 北京银行 | 10.75% | 无数据    |                                 |
| 南京银行 | 10.53% | 9.51%  | 11月，配股募集资金净额48.1亿元              |
| 宁波银行 | 9.04%  | 9.18%  | 10月，定向增发募集约43.9亿元               |
| 农业银行 | 6.72%  | 9.75%  | 7月，完成IPO                        |
| 光大银行 | 6.40%  | 8.99%  | 8月，完成IPO                        |

资料来源：各银行，东海证券研究所

### 三、老问题仍然存在

截止2010年底，绝大多数银行完成了再融资。除此外，影响影响业绩的其他因素及相关政策问题，仍然不明朗。

#### 1、地方融资平台贷款悬而未决

截止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%。

截至2010年6月末，地方融资平台贷款余额为7.66万亿元。其中，第一类能够依靠项目现金流偿还本息的融资平台贷款规模占全部贷款余额的24%；第二类是第一还款来源不足，必须依靠第二还款来源覆盖本息的贷款，有4万亿元左右，占比约50%；第三类贷款项目借款主体不合规，财政担保不合规，或本期偿还有严重风险，占比约26%。按银行分类，政策性银行贷款约占平台贷款整体的30%，大型国有银行约占4成左右，而中小商业银行中，股份制商业银行和城市商业银行平台贷款合计约占26%。

监管部门要求三季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，做到账销、案存、权在，并持续关注时效，在有效期内保全和回收。

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》，要求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。

监管部门关注的问题，如借款主体、财政担保等，的确有可能对贷款的安全产生影响，银行披露的信息表明，一年多来，地方融资平台贷款尚未产生付息或还本付息风险。

由于地方融资平台贷款的放款主体是政策性银行和国有银行，基本是国务院、财政部、汇金公司绝对控股，借款主体是地方政府融资平台，中央与地方之间会存在着微妙的关系，国务院要求地方融资平台公司必须偿还债务。

我们预期，地方政府融资平台贷款未来的资产质量不会显著恶化，但由于期限比较长，银行将通过计提更多的拨备或计提专项拨备的方式应对可能的风险。而这种更多的拨备可能与拨备新规结合起来实施。

## 2、拨备新规可能分步落实

按照《银行贷款损失准备计提指引》(2002年开始实施)，银行应按全部贷款余额的1%计提一般准备，用于弥补尚未识别的可能损失的准备；关注类贷款计提比例为2%，次级类贷款计提比例为25%，可疑类贷款计提比例为50%，损失类贷款计提比例为100%。

2009年下半年提出了拨备覆盖率(贷款呆帐准备余额或拨备/不良资产余额)不低于150%的要求。2010年中期，绝大多数银行基本满足了150%的比率要求。随后，有报道称监管部门称将按2.5%或2.4%的拨备/贷款余额比率要求银行计提呆帐准备，并在过渡期后达到该标准。

我们估计，未来的监管标准将是多指标并用，包括不良资产余额、不良比率、拨备覆盖率、拨/贷比等。

截止2010年9月底，各家银行的拨/贷比及拨备覆盖率情况是：工商银行(2.42%、210.16%)，建设银行(2.46%、213.48%)，农业银行(3.32%、159.70%)，中国银行(2.19%、198.93%)，交通银行(2.05%、167.95%)，招商银行(2.17%、304.02%)，中信银行(1.38%[中期]、176.13%)，浦发银行(1.85%、307.78%)，民生银行(1.93%、259.40%)，兴业银行(1.39%、287.06%)，光大银行(2.31%、265.49%)，华夏银行(2.49%、224.09%[中期])，深发展(1.44%、253.53%)，北京银行(1.94%、265.70%)，宁波银行(1.31%、197.20%)，南京银行(2.18%、222.71%)。

显然，各家银行的拨备覆盖率均已达标，或远远超出了监管标准，但拨/贷比则参差不齐。假如某银行拨/贷比与可能的监管标准还有1个百分点的差距，则1000亿元的贷款需再计提10亿元呆帐准备。如果分阶段落实拨/贷比的监管指标，对当期业绩的影响也将弱化。

## 3、房地产贷款疑虑

截止2010年6月底，14家银行(不含宁波银行、光大银行)房地产贷款余额76380亿元，占贷款余额的比重为26.16%。在房地产贷款中，开发贷款约占1/3，按揭贷款约占2/3。

2010年上半年，按揭贷款新增12325亿元，占按揭贷款余额的24.66%，即约75%以上的按揭贷款是2009年以前发放的。大体可以推断，这些贷款的风险并不高，可以承受房价较大幅度的波动。

## 四、需要澄清的问题

### 1、收入结构问题

国内银行与海外银行有很大的区别，前者主要业务是商业银行业务，非商业银行业务较少，甚至处于刚起步阶段；后者更多是全能银行业务，不仅包括商业银行业务，投资银行、保险业务占有重要地位。因此，单纯比较完全没有意义。

比如 2009 年度，汇丰银行的净利息收入占营业收入的比重只有 49.41%，在非利息收入中，保费收入占 26.55%，证券/股票的经纪业务占 7.30%，资产管理业务占 11.56%。

表 3 汇丰银行利息及非利息收入比重

|              | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010.6 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利息收入/营业收入   | 56.32% | 55.35% | 49.41% | 55.56% | 49.41% | 46.65% |
| 已赚取保费净额/营业收入 | 25.04% | 23.66% | 18.66% | 21.64% | 26.55% | 30.29% |
| 证券股票经纪/营业收入  | 4.41%  | 5.70%  | 9.35%  | 7.83%  | 7.30%  | 6.44%  |
| 资产管理收入/营业收入  | 9.40%  | 11.45% | 16.08% | 12.94% | 11.56% | 11.74% |

资料来源：汇丰银行，东海证券研究所

比较而言，内地银行的营业收入主要来源于贷款及债券的利息收入。工商银行 2005-2009 年净利息收入占营业收入的比重分别为 92.30%、92.14%、91.18%、88.32%、84.92%、79.44%。而非利息收入多与商业银行业务有直接关系。总体上，国内商业银行的非商业银行业务才刚刚起步，如介入信托、基金、租赁、保险等行业。随着这些非商业银行业务的成长，国内银行的非利息收入也将随之增加，从而逐渐改变过分依赖利息收入的局面。

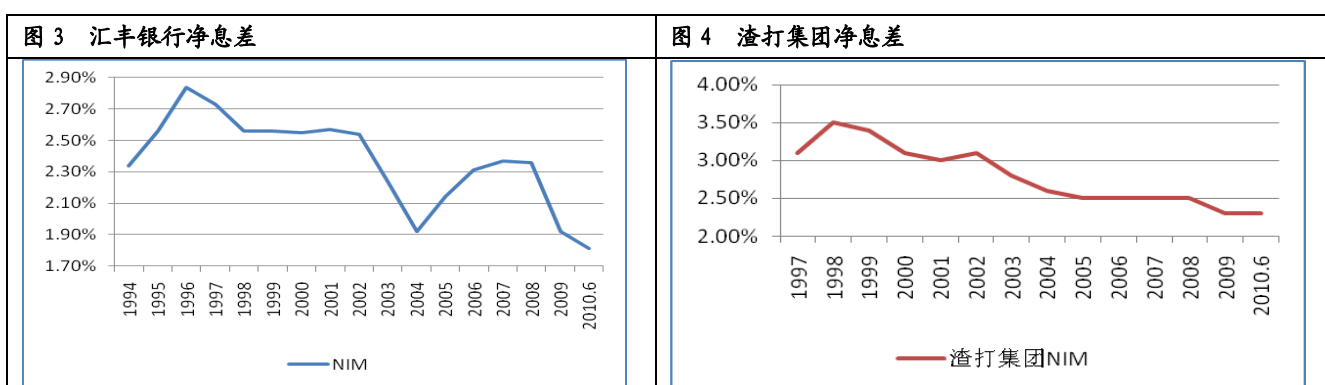
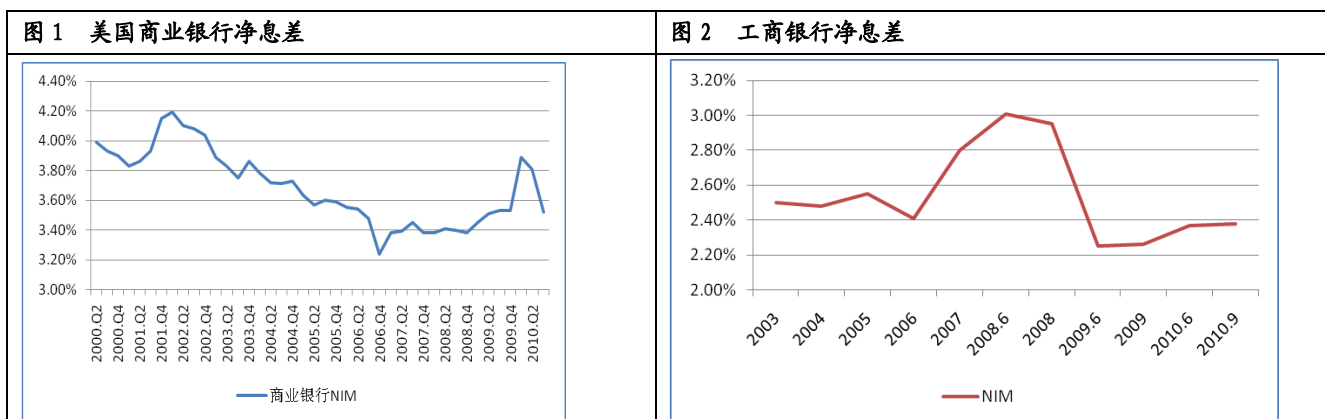
但是，我们认为多元化经营未必就好，专业化经营未必不好。而且，进入非银行业务领域，拓展非银行业务，同样需要消耗资本，单纯根据是否多元化来评估银行或其他某一公司是错误的。

### 2、国内银行息差水平适中

简单地比较就可以知道，国内银行的净息差（简称 NIM，等于净利息收入/平均生息资产）水平，既不是很高，也不是很低。而且，这似乎与相关市场的竞争程度没有多大直接关系。

我们看到，最近十年来，美国商业银行的净息差始终处于很高水平，其最低水平基本都高于中国的最高水平，但这并不是悲观的理由。实际上，还有很多国际上重要银行的净息差不高于或低于中国，如汇丰银行等。

因此，我们认为根据利率将进一步市场化就得出中国息差水平将要下降的结论是不严谨的。



## 五、未来应注意的问题

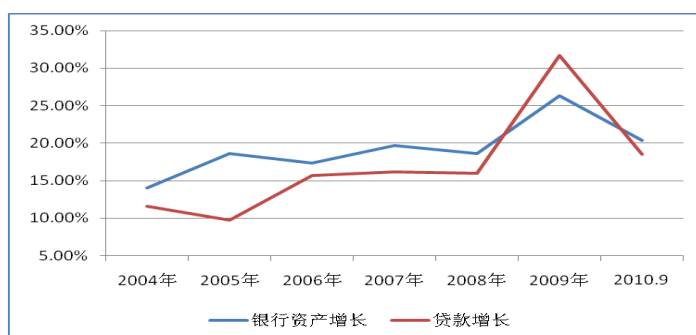
### 1、货币信贷政策将调整

多年来,中国货币信贷增速一直高于实体经济的增速,特别是2009年,这导致了货币供应的膨胀并助推了通货膨胀。

2010年11月底,银行人民币贷款余额47.43万亿元,同比增长7.84亿元或19.8%。我们认为2011年货币信贷政策比2010年有所收紧,具体的措施包括提高法定准备率、加大中央银行票据发行力度、加息等。

提高法定准备率对银行业绩将产生微弱的负面影响,每提高0.5个百分点,大体将减少营业收入0.3-0.4个百分点。而加息则取决于存贷款基准利率的调整幅度,我们认为未来的加息的可能方式是,一年期存贷款利率等额上调且活期存款利率不变,在这种情况下,银行的息差将小幅度提高。

图5 贷款增长及银行业资产增长



资料来源：中国人民银行，中国银监会

## 2、新资本协议开始实施

根据《中国银行业实施新资本协议指导意见》（2007年），监管部门将商业银行分为两类：

新资本协议银行，在其他国家或地区（含香港、澳门等）设有业务活跃的经营性机构、国际业务占相当比重的大型商业银行应实施新资本协议。

其他商业银行，这类商业银行可以自愿申请实施新资本协议，若不选择实施新资本协议，将继续执行现行资本监管规定。

新资本协议银行从2010年底起开始实施新资本协议，其他商业银行可以从2011年后提出实施新资本协议的申请。

实施新资本协议的初始考虑之一是，基本保持资本充足率稳定，以提高各银行实施该协议的积极性，但由于操作风险的引入及其他调整，实施新协议后，资本充足率或许有所下降。

## 3、系统重要性银行可能增加

2010年9月，BCBS召开的央行行长及监管当局负责人会议（GHOS）通过了《央行行长及监管当局负责人会议宣布提高全球银行业最低资本要求》，特别强调：系统重要性银行（简称SIB）应在上述最低资本要求的基础上具备更强的吸收损失能力，金融稳定理事会（FSB）和BCBS的有关工作组正在从事相关工作。BCBS和FSB正在制定针对系统重要性银行的相关政策，包括额外资本要求、应急资本和自救债券（Bail-in debt）等。更严格地监管SIB已成为国际共识。

目前，国内监管部门尚未提出系统性银行的明确标准和名单，系统重要性银行的识别评估方法及监管政策框架尚处于研究阶段。但工、农、中、建、交五大银行已被列为SIB，投资者应该关注国内的SIB是否扩容。

截止2010年9月底，交通银行总资产3.8万亿，显著高于招商银行的2.36万亿、浦发银行的1.98万亿、中信银行的1.95万亿、兴业银行的1.81万亿、民生银行的1.76万亿，但后面几家银行的资产规模差异并不大。如果SIB扩容，极有可能在这几家银行中产生。

## 4、或许推出新的监管措施

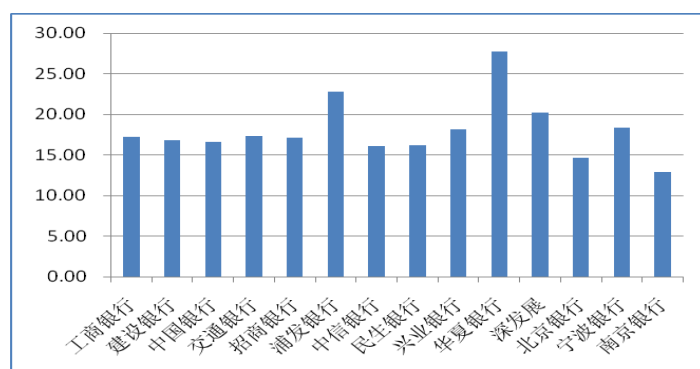
根据国内外银行监管政策，我们认为未来有可能推出的监管措施涉及到杠杆率和流动性比率等。

2009 年 12 月，BCBS 发布《增强银行体系稳健性》等文件的征求意见稿，其政策建议包括的关键要素之一，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。

《央行行长及监管当局负责人会议宣布提高全球银行业最低资本要求》已经明确，非经风险加权的杠杆率指标可作为最低资本要求的补充。2010 年 7 月，GHOS 同意在过渡期内就 3% 的一级资本杠杆率标准进行测试。测试结束后，最终的杠杆率标准将于 2017 年上半年开始实施，并于 2018 年 1 月纳入第一支柱。其中，监管当局的监测从 2011 年 1 月 1 日开始，过渡期为 2013 年 1 月 1 日至 2017 年 1 月 1 日，杠杆率及其构成将从 2015 年 1 月 1 日起开始披露。

截止 9 月底，各上市银行的杠杆倍数多在 20 倍以下，因此，未来即使发布杠杆率新规，影响也不大。

图 6 各银行杠杆倍数



资料来源：各银行，东海证券研究所

关于流动性风险，2009 年 12 月 BCBS 发布了《流动性风险计量、标准和监测的国际框架》(征求意见稿)，提出的两个监管标准就是流动性覆盖率 (LCR) 和净稳定资金比率 (NSFR)。LCR 从 2011 年 1 月 1 日开始监测，从 2015 年 1 月 1 日开始实施。

LCR 的定义是，优质流动性资产储备/未来 30 日的资金净流出量大于或等于 100%。

LCR 在银行内部被用来评估偶发流动性事件可能导致的风险暴露，该压力情景下的资金累计净流出量应该按照未来 30 天计算。流动性覆盖率的标准是不低于 100% (即，高流动性资产至少应该等于估算的资金净流出量)。各家银行应该持续满足这一要求，并持有无变现障碍和高流动性资产储备，用来抵御可能发生的严重流动性压力。银行和监管机构也要注意任何潜在的 30 天期限错配情况，并确保有足够的流动性资产来填补这一个月当中的资金缺口。

净稳定资金比率 (NSFR) 的定义是，可用的稳定资金/业务所需要的稳定资金大于 100%。该指标根据银行在一个年度内资产和业务的流动性特征设定可接受的最低稳定资金量，它作为一个强制执行的最低要

求，是流动性覆盖率指标的一个补充，并能鼓励银行通过结构调整减少短期融资的期限错配、增加长期稳定资金来源，提高监管措施的有效性。

银行可用的稳定资金包括资本、期限超过 1 年的优先股、有效期限在 1 年或 1 年以上的债务、稳定的无确定到期日的存款和/或期限小于 1 年但在银行出现极端压力事件时仍不会被取走的定期存款。

《央行行长及监管当局负责人会议宣布提高全球银行业最低资本要求》的安排是，2012 年开始监测并于 2018 年实施 NSFR。

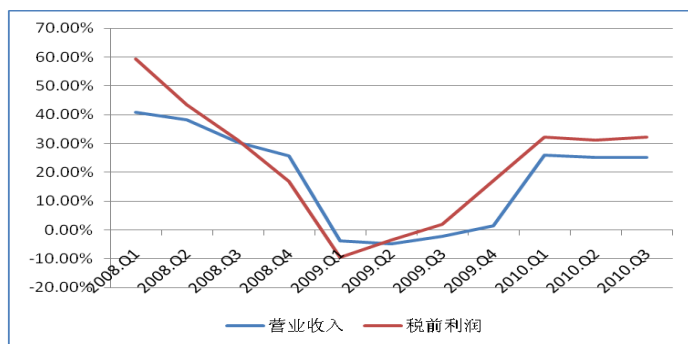
新的计量标准如果实施，其潜在影响是，与依赖市场批发融资模式相比，吸收存款的重要性和优势将更加明显，借短贷长的期限错配将得到一定的纠正。但流动性提高将降低资产收益率或息差。

## 六、关注银行业积极的变化

### 1、收入及利润处于上升通道

14 家银行（不含农业银行和光大银行）的数据显示，从 2009 年下半年开始，银行的营业收入和税前利润开始回升，2010 年前 3 个季度一直保持稳定的增长，其增速基本恢复到了或超过了 2005、2006 年的水平。

图 7 2008 年以来各季度收入及利润增长



资料来源：各银行，东海证券研究所

### 2、收支结构改善

以股份制银行（不含光大银行）为例，2004 年以来，利息净收入占营业收入的比重在稳步下降，而手续费及佣金收入占比在逐渐提高。预期随着银行逐渐进入基金、信托、租赁、保险等业务，可以预期非利息收入占比将会继续提高。

成本/收入比总体上有所降低，这实际上反映了管理效率在改善。而资产减值损失支出的相对下降则反映了资产质量的提高。

成本/收入比及资产减值支出的下降最终体现为拨备后利润占营业收入比重的提高，也就是说营业收入的

更大比重转化为利润。

表 4 股份制银行主要财务比率

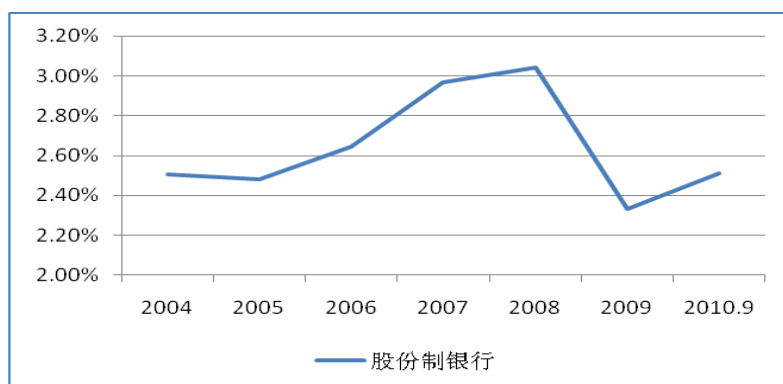
|            | 2004   | 2005    | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010.9 |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利息净收入/营业收入 | 93.94% | 102.41% | 90.17% | 88.89% | 86.92% | 84.29% | 85.35% |
| 手续费/营业收入   | 3.24%  | 4.04%   | 5.39%  | 8.70%  | 9.41%  | 10.38% | 11.85% |
| 营业支出/营业收入  | 49.07% | 50.25%  | 49.31% | 45.11% | 44.44% | 48.29% | 42.27% |
| 成本/收入      | 41.96% | 42.95%  | 41.64% | 37.87% | 37.03% | 40.77% | 35.13% |
| 减值支出/利息收入  | 13.50% | 11.06%  | 10.74% | 7.64%  | 10.50% | 5.75%  | 5.61%  |
| 拨备后利润/营业收入 | 29.67% | 32.23%  | 34.00% | 43.33% | 39.05% | 43.40% | 50.02% |

资料来源：各银行，东海证券研究所

### 3、股份制银行息差好转

大体上，股份制银行 2010 年前九个月的净息差水平已恢复到 2004 和 2005 年的水平。我们预期，随着经济形势的好转，息差水平仍将小幅回升。

图 8 股份制银行的净息差



资料来源：各银行，东海证券研究所

## 七、盈利预测与估值

### 1、2010 年盈利预测

我们预测，2010 年上市银行整体净利润增长约 19%，但区间可能在 0-30%之间。区间较大的原因是，针对备受关注的拨备新规及地方政府融资平台贷款，银行第四季度是否多计提一些拨备。而这也影响到 2011

年的业绩预测。

## 2、2011 年盈利预测及评级

我们估计在 2010 年本币贷款增加 75000 亿元、余额约 474685 亿元、增速约 18.76%的基础上，2011 年新增 16%，或 75000 亿元，对应的银行业资产增速约为 16-17%（2010 年前九个月为 20.40%）。

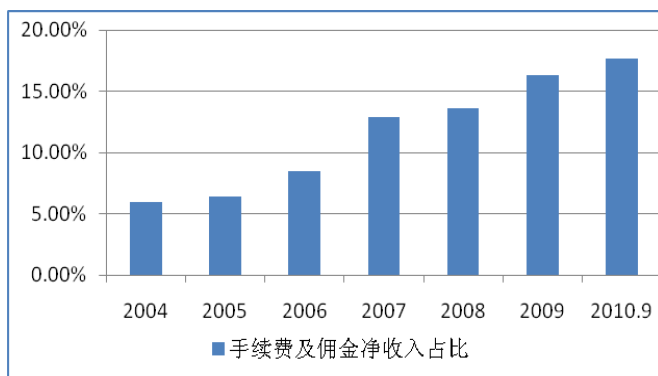
2010 年 10 月 20 日，央行上调了基准存贷款利率，以此为基础，2011 年度净息差回升约 10bp，2010 年前九个月约 2.45%，相当于息差提高约 4%。

手续费及佣金净收入占营业收入的比重仍将小幅提高。2005 年以来，银行手续费及佣金收入增速显著高于净利息收入增速，占营业收入的比重逐渐提高，成为推动营业收入增长的重要推动力量。我们预期 2011 年及未来，银行的手续费及佣金收入增速仍将高于净利息收入的增速。

资产减值损失计提存在变数。一是 2010 年第四季度对地方政府融资平台贷款提取多少准备还不确定，二是拨备新规何时实施也难以预料。

基于上述假设，我们估计在 2010 年业绩增长基本符合我们预期的基础上，2011 年上市银行净利润增速为 20-30%。考虑到拨备政策的不确定性，2011 年业绩的增速可能存在一定程度的变数。

图 9 手续费及佣金收入占比稳步提升



资料来源：各银行，东海证券研究所

表 5 盈利预测及投资评级

|      | EPS  |      | 股价   |    |    | P/E  |      | 投资评级 |
|------|------|------|------|----|----|------|------|------|
|      | 2010 | 2011 | 2010 | 12 | 14 | 2010 | 2011 |      |
| 工商银行 | 0.46 | 0.54 | 4.27 |    |    | 9.28 | 7.91 | 增持   |
| 建设银行 | 0.56 | 0.62 | 4.78 |    |    | 8.54 | 7.71 | 增持   |
| 农业银行 | 0.32 | 0.36 | 2.65 |    |    | 8.28 | 7.36 | 增持   |
| 中国银行 | 0.38 | 0.42 | 3.32 |    |    | 8.74 | 7.90 | 增持   |
| 交通银行 | 0.74 | 0.85 | 5.68 |    |    | 7.68 | 6.68 | 增持   |

|      |      |      |       |       |       |    |
|------|------|------|-------|-------|-------|----|
| 招商银行 | 1.27 | 1.55 | 13.28 | 10.46 | 8.57  | 增持 |
| 浦发银行 | 1.45 | 1.58 | 12.95 | 8.93  | 8.20  | 买入 |
| 中信银行 | 0.53 | 0.64 | 5.47  | 10.32 | 8.55  | 增持 |
| 民生银行 | 0.63 | 0.81 | 5.12  | 8.13  | 6.32  | 买入 |
| 兴业银行 | 2.96 | 3.48 | 24.54 | 8.29  | 7.05  | 增持 |
| 光大银行 | 0.35 | 0.41 | 3.80  | 10.86 | 9.27  | 增持 |
| 华夏银行 | 1.19 | 1.54 | 11.23 | 9.44  | 7.29  | 增持 |
| 北京银行 | 1.19 | 1.45 | 11.86 | 9.97  | 8.18  | 增持 |
| 宁波银行 | 0.92 | 1.05 | 12.29 | 13.36 | 11.70 | 增持 |
| 南京银行 | 0.92 | 0.99 | 10.15 | 11.03 | 10.25 | 买入 |

资料来源：各银行，东海证券研究所

### 3、个股点评

#### 浦发银行

2010年10月浦发银行完成了向中国移动的定向增发，募集资金净额391.99亿元（发行数量：28.70亿股，价格13.75元/股）。根据2010年6月底的数据，浦发银行本次募集的资金净额将使其核心资本充足率由7.01%提高到10.75%。类似的核心资本充足率将满足浦发银行未来三年业务发展的资本需求。我们预计中国移动在资金及业务方面将给予浦发银行以有利的支持。

截止2010年9月底，浦发银行不良率0.60%，拨备覆盖率307.78%，拨备/贷款余额1.85%。2010年1-9月，浦发银行净息差2.33%，较2009年提高了14BP。

我们预计2011年，浦发银行净利润将保持28.43%的增速，其中，净息差约2.54%（2010年1-9月2.33%），EPS约1.58元，最股价对应2011年业绩的P/E约8.20倍。

#### 民生银行

截止2010年9月底，民生银行不良率下降到0.75%，拨备覆盖率提高到259.40%，拨备/贷款余额1.93%。由于积极有效地调整了贷款结构，民生银行2010年1-9月净息差提高到2.92%（2009年：2.59%），在大中型银行中名列前茅。

我们预计2011年民生银行净利润将增长28.28%，EPS约0.81元，最新股价对应2011年业绩的P/E约6.20倍。

#### 南京银行

2010年11月，南京银行通过配股募集资金净额48.14亿元，按6月底数据测算，其核心资本充足率将提高到14.93%，可以确保未来几年业务发展对资本的需求。

截止目前，南京银行的跨区经营主要集中于长三角地区，除总行及直属营业部外，已经开设的分行有泰州分行、上海分行、无锡分行、北京分行、南通分行、杭州分行、扬州分行。

2010年9月底，南京银行不良率0.98%，拨备覆盖率222.71%，拨备/贷款余额为2.18%。

我们估计2011年南京银行净利润增长31.36%，EPS约0.99元，最新股价对应的P/E约10.25倍。

## 作者简介

李文，博士，具有 3 年银行工作经历和 9 年证券分析经历

## 评级定义

|               |                                                                                                                                                                            |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>市场指数评级</b> | 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%<br>看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间<br>看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%                                                                          |
| <b>行业指数评级</b> | 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%<br>标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间<br>低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%                                                                |
| <b>公司股票评级</b> | 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%<br>增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间<br>中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间<br>减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间<br>卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

|                          |                         |
|--------------------------|-------------------------|
| <b>北京 东海证券研究所</b>        | <b>上海 东海证券研究所</b>       |
| 中国 北京 100089             | 中国 上海 200122            |
| 西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F | 世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F |
| 电话: (8610) 66216231      | 电话: (8621) 50586660     |
| 传真: (8610) 59707100      | 传真: (8621) 50819897     |