

2008.12.02

## 银行业：迷雾中前行

## 2009年银行业投资策略

伍永刚

姜洋

021-38676525

021-38676494

wuyg1@gtjas.com

jiangyang@gtjas.com

本报告导读：

银行业政策展望；不良贷款敏感度分析、净利差及盈利前景预测；境内外银行估值底部分析；银行评级与选股视角。

## 投资要点：

## 1. 2008年银行业主要政策回顾与展望。

货币政策08年前紧后松；09年继续适度放松，并择机转为稳健；人民币继续缓慢升值。

## 2. 09年银行业净利润仍将保持正增长5.58%，增速区间（2.8, 9.2）。

(1) 我国银行业09年贷款增速基本平稳，预计增速为14.6%；(2) 预测09年银行净利差将收窄38个基点；(3) 预计09年上市银行不良贷款规模和比例双升，信贷成本随之提高；(4) 09年银行中间业务增长将进一步放缓，但仍将保持20-30%的增速；(5) 09年上市银行的费用收入比将微幅下降。

## 3. 估值水平与银行股走势

## 3.1 我国银行估值安全边际较高。

- (1) 长期看，我国银行盈利增长前景继续向好；
- (2) 与香港比较：PE、PB接近；与美国比较：PE较低，PB较高；
- (3) 我国银行估值底部历史比较：本轮大跌已创下估值新低；
- (4) 美国、香港银行估值底部历史比较：

美国的银行指数PB估值在本轮大跌中不断创下新低；PE则不断创新高或为负。香港银行PB、PE在本轮大跌中的低点离98年金融危机时低点还有20%、16%的空间。

- (5) 我国银行潜在股息率较高。

## 3.2 银行业评级：长期增持，短期中性；综合评级调整为中性。

我们认为，银行业终将走出迷雾，重新步入稳健成长。因此我们维持对银行股长期增持、短期谨慎的评级。不过由于短期诸多不确定性及其风险较大，我们暂将银行业综合评级调整为中性，中配为主。

## 3.3 个股评级：优先谨慎增持深发展、浦发、工行和南京银行

2009年银行选股视角，不同时期可能会有不同的侧重。

- (1) 风险管控能力强，信贷风险低，拨备覆盖率高；(2) 国际化步伐稳健甚至保守，国内业务扩张不能过于激进；(3) 大小非抛压较小；(4) 大股东或汇金公司增持；(5) 跌幅过大或不同程度误杀；(6) 债券业务优势；(7) 稳健的并购。

谨慎增持：优先谨慎增持深发展、浦发、工行、南京银行。它们至少具备3个以上选股条件。另外谨慎增持的还有招行、交行、建行、兴业、民生、中行。中性评级：中信、北京、宁波和华夏银行共4家。

## 细分行业评级

商业银行

中性

深发展  
浦发  
工行  
南京

谨慎增持  
谨慎增持  
谨慎增持  
谨慎增持

招行  
交行  
建行  
兴业  
民生  
中行

谨慎增持  
谨慎增持  
谨慎增持  
谨慎增持  
谨慎增持  
谨慎增持

中信  
北京  
华夏  
宁波

中性  
中性  
中性  
中性

## 相关报告

央行08年第四次降息：货币政策组合力度超预期，直接影响略偏负面，总体利好

(08.11.27)

美国次贷未见转机，信用卡业务又临深渊

(08.11.20)

货币政策转向适度宽松

(08.11.16)

从加息周期逆过程看降息：为什么以对称式为主，甚至贷款利率可能少降？

(08.10.21)

银行净利差向何处去？

(08.10.06)

## 目 录

1. 2008 年银行业主要政策回顾与展望 .....	2
2. 09 年银行业净利润仍将保持正增长 .....	2
2.1. 净利润增速: 5.58% .....	2
2.2. 贷款增速: 基本平稳 .....	2
2.3. 净利差: 收窄 38 个基点 .....	2
2.4. 信贷成本: 转趋上升 .....	2
2.4.1. 不良贷款规模和比例双升, 信贷成本随之提高 .....	2
2.4.2. 银行净利润对不良率上升的敏感度分析 .....	2
2.4.3. 关于银行不良率的实证分析 .....	2
2.5. 中间业务: 增速放缓 .....	2
2.6. 费用收入比: 下降空间有限 .....	2
3. 估值水平与银行股走势分析 .....	2
3.1. 我国银行估值安全边际较高 .....	2
3.1.1. 我国银行盈利增长前景继续向好 .....	2
3.1.2. 与香港比较: PE、PB 接近; 与美国比较: PE 较低, PB 较高 .....	2
3.1.3. 我国银行估值底部历史比较: 本轮大跌已创下估值新低 .....	2
3.1.4. 美国、香港银行估值底部历史比较 .....	2
3.1.5. 我国银行潜在股息率较高 .....	2
3.2. 银行业评级: 长期增持, 短期中性; 综合评级调整为中性 .....	2
3.3. 个股评级: 优先谨慎增持深发展、浦发、工行和南京银行 .....	2
3.3.1. 选股思路与评级 .....	2
3.3.2. 深发展: 谨慎增持 .....	2
3.3.3. 浦发银行: 谨慎增持 .....	2
3.3.4. 工商银行: 谨慎增持 .....	2
3.3.5. 南京银行: 谨慎增持 .....	2
3.3.6. 招商银行: 谨慎增持 .....	2
3.3.7. 交通银行: 谨慎增持 .....	2

## 图目录

图 1: 10 月份 M1 增速续创新低, 经济收缩明显 .....	2
图 2: 08 年前 10 月新增人民币贷款同比有所增加 .....	2
图 3: 08 年 10 月末人民币贷款同比增速继续回升 .....	2
图 4: 人民币对美元升值预期放缓 (11 月 28 日) .....	2
图 5: 上市银行净利差变化 .....	2
图 6: 积极财政政策与货币适度放松成为促进贷款增长的主要因素 .....	2
图 7: 适度放松货币政策和积极财政政策效应 .....	2
图 8: 2008 年 GDP 增速低于 10%, 09 年增长压力陡增 .....	2
图 9: 贷款需求景气指数逐季下降, 但货币政策放松和扩大投资会刺激需求 .....	2
图 10: 我国非金融机构融资结构: 贷款占比环比有所下降 .....	2
图 11: 短期融资券、企业债增长和中期票据余额增长加速 .....	2
图 12: (短期融资券+企业债余额+中期票据) / 贷款上升较多 .....	2

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 13: 银行间国债到期收益率曲线不断下移 .....	2
图 14: 2008 年前 9 月大部分上市银行净利差开始下降 .....	2
图 15: 14 家银行的不良率和信贷成本变化及预测 .....	2
图 16: 信贷成本上升的银行逐渐增多, 未来计提的压力增大 .....	2
图 17: 商业银行不良贷款规模开始反弹, 不良率继续下降 .....	2
图 18: 上市银行 2008 年 9 月末不良贷款规模和比例的环比变化 .....	2
图 19: 08 年前 8 月工业企业利润总额同比增速大幅下降 (37.02 % 到 19.4 %) .....	2
图 20: 08 年前 8 月工业企业利润率同比下降 (由 6.38% 到 5.9%) .....	2
图 21: 2008 年前 8 月我国规模以上工业企业亏损额同比增速逐渐上升 .....	2
图 22: 美国银行业不良贷款率与 GDP 增速的关系 .....	2
图 23: 04.3-08.9 中国银行业不良贷款率与 GDP 增速走势 .....	2
图 24: 四家上市银行不良贷款率与 GDP 增速走势 .....	2
图 25: 非利息净收入占比的变化趋势 .....	2
图 26: 费用收入比同比下降 .....	2
图 27: 我国上市银行净利润增速 .....	2
图 28: 我国银行股和市场大盘的历史 PE 水平 .....	2
图 29: 我国银行股 PB 和市场大盘 PB 的历史水平 .....	2
图 30: 美国银行股和标普 500 指数历史 PE (1964 年-至今) .....	2
图 31: 美国银行股和标普 500 指数历史 PB (1982 年-至今) .....	2
图 32: 香港银行股与指数 PE .....	2
图 33: 香港银行股与指数 PB .....	2
图 34: 上市银行债券占总资产比重 .....	2

## 表目录

表 1: 银行业政策回顾与展望 .....	2
表 2: 2008 年宏观经济增长态势及 2009 年预测 .....	2
表 3: 基本模式: 2009 年银行业主要变量及净利润预测 .....	2
表 4: 2008 年前 3 季度上市银行总资产、存款、贷款规模增长较快 (%) .....	2
表 5: 2008 年前 3 季度上市银行中间业务快速增长, 但增速环比下降 .....	2
表 6: 上市银行资本充足率和核心资本充足率普遍较高 .....	2
表 7: 上市银行 2009 年净利差收窄幅度预测 (单位: bp) .....	2
表 8: 不良率上升与银行业净利润增长 (14 家上市银行, 亿元) .....	2
表 9: 上市银行净利润增长对不良率敏感度分析 (14 家上市银行) .....	2
表 10: 美国银行业不良贷款率变化与 GDP 增速变化对比 .....	2
表 11: 境内上市银行与香港、美国银行估值水平比较 (08 年 11 月 28 日) .....	2
表 12: 银行股历史底部比较 .....	2
表 13: 美国主要银行指数 PE 和 PB 低点 .....	2
表 14: 香港银行股 PE 和 PB 低点时间 .....	2
表 15: 我国上市银行潜在股息率较高 .....	2
表 16: 上市银行估值与评级 (元、倍) .....	2
表 17: 上市银行估值水平比较 .....	2

货币政策 08 年前紧后松；09 年继续适度放松，并择机转为稳健；人民币继续缓慢升值。

## 1. 2008 年银行业主要政策回顾与展望

2008 年上半年，宏观政策还处于防通胀、防过热的“双防”之中；下半年经历“一保一防”、“重点保经济”，宏观政策早已迅速过渡到了“适度放松的货币政策+积极的财政政策”。这和我们 2008 年中期策略报告相一致。

我们预测，2009 年，宏观政策将持续目前的“适度放松的货币政策+积极的财政政策”，后期有可能逐步转向“稳健的货币政策+积极的财政政策”。

通过“适度放松”并择机转向“稳健”的货币政策，配合实施积极的财政政策，我国宏观经济有极大可能躲过全球经济衰退一劫，成功走向软着陆。

(1) 降息：08 年 11 月 27 日 1.08 个百分点的大幅降息，使得本次降息周期从幅度上一下子走完了一大半。而且 1 年期为对称降息，其它期限是存款多降，符合笔者预期。接下来的降息进入后半段，我们仍坚持前期预测，即后半段很可能有多降存款的非对称降息，未来 1 年期存款利率下降幅度为 2-4 次，0.54-1.08 个百分点；1 年期贷款利率约下降 1-3 次，0.27-0.81 个百分点。

(2) 下调存款准备金率。12 月 5 日下调存款准备金率后中小行、大行的法定存款准备金率分别为 14%、16%，预计至 2009 年仍有 4 个百分点左右的下调空间，至 10%、12%。

(3) 窗口指导：取消信贷规模控制后，央行将引导信贷投向重点工程建设、中小企业、三农、技术创新、出口和就业等；并加大对技术改造、兼并重组、过剩产能向外转移、节能减排、发展循环经济的信贷支持，继续限制对“两高”和产能过剩行业劣质企业的贷款。

(4) 公开市场：以央票吞吐回收或释放流动性。

(5) 人民币汇率：相对美元较缓慢升值，初步预计 2009 年人民币升值 5% 左右。

表 1：银行业政策回顾与展望

	对 08 年预测*	2008 年实际	2009 年展望
货币政策			
总体走势	货币从紧	上半年“双防”，货币从紧，逐季控制信贷规模；7 月改为“一保一控”；11 月初改为适度放松的货币政策。	2009 年货币政策继续适度放松，并择机转为稳健
存款准备金率	上调法定存款准备金率，上限 18%	上半年上调 5 次 3 个百分点至 17.5%，下半年下降 3 次至 14% 或 16%。	09 年下调 4 个百分点至 10、12%
利率	最多上调 1 次	未加息；反而从 9 月中旬起已降息 4 次，9.16 日单边降息，10.9 日和 10.30 日对称降息，11.27 日大幅对称降息。	存息降约 0.54-1.08 个百分点；贷息降约 0.27 至 0.81 个百分点；有 1 次多降存息的非对称降息。
窗口指导	逐季调控信贷规模	上半年逐季调控信贷规模，11 月初取消信贷规模额度控制。	继续放开信贷规模限制
公开市场操作	配合存款准备金率上调通过央票吞吐回收或释放流动性	央票发行频率放慢，从 10、11 月起，1 年、3 月期央票由 1 周改为 2 周发行 1 次	宽货币

人民币汇率			
人民币升值	扩大汇率浮动范围；对美元年升值 8%	已升值 6.87% (11.28 日)，低于预期； 7.3046—6.8349	升值速度放缓，年升值 5%左右
金融创新与强化风险管理	在强化风险管理基础上推进金融创新	符合预期	强化风险管理，放缓金融创新步伐

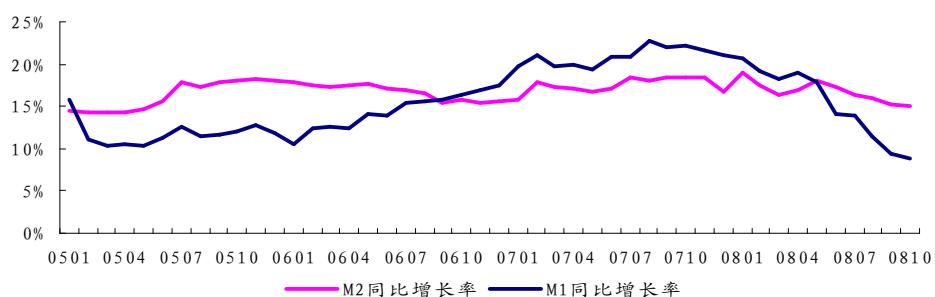
资料来源：相关网站；国泰君安证券研究所。注：\*2008 年策略报告写于 2007 年 12 月 7 日。

**表 2：2008 年宏观经济形势及 2009 年预测**

主要指标	内容描述
经济增长：09 年继续下滑，但保 8 无虞	08 年前 3 季度 GDP 增长 9.9%，增速同比放缓 2.3 个百分点，比 07 年全年放缓 2 个百分点，预计 08 年 GDP 增速 9.5%，09 年 GDP 增速 8.3%。
信贷增长：预计 09 年贷款增速平 稳	08 年前 10 月新增人民币贷款 3.66 万亿元，同比多增 1659 亿元，预计 08 年全年新增人民币贷款 4 万亿元左右，本外币贷款增速 14.5%；09 年本外币贷款增速 14.6%左右。
投资增速：预计 09 年投资增速继 续维持高位	08 年前 9 月，全国城镇固定资产投资增速达 27.6%，同比上升 1.2 个百分点，比 08 年上半年高 0.8 个百分点。预计 08 年投资增速 28%，09 年投资增速 30%。
社会消费品零售总额：预计 09 年 增速 20%左右。	08 年前 10 月，社会消费品零售总额达到 87968 亿元，同比增长 22%，同比多增 5.9 个百分点，环比不变；预计 09 年仍然保持较快增长，增速 20%左右。
贸易顺差：08 年同比微升；预计 09 年增速为负	2008 年 10 月份外贸顺差 352.39 亿美元，同比上升 30.27%；1-10 月贸易顺差累计达 2159.93 亿美元，同比上升 1.7%。预计 09 年增速为负。
CPI：预计 09 年先下后上	2008 年 10 月，CPI 同比上涨 4.0%，创出今年新低；同时 PPI 也继续回落，08 年 10 月只有 6.6%；预计 08 年全年 CPI 增 5.8%，仍超 4.8%目标；09 年先下后上，全年预计涨 3%

资料来源：国泰君安证券研究所。

**图 1：10 月份 M1 增速续创新低，经济收缩明显**



数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究所。

**说明：**央行借助货币从紧政策，在 8 月末将 M2 增速成功降至 16%，M1 增速降至 11.48%。但到了 9、10 月份，随着国际金融和经济形势急转直下，国内经济趋于收缩，M2 增速分别降至 15.29% 和 15.02%，M1 增速分别降至 9.43% 和 8.85%。由此促使央行将货币政策转为适度放松，重点保经济增长。

图 2: 08 年前 10 月新增人民币贷款同比有所增加

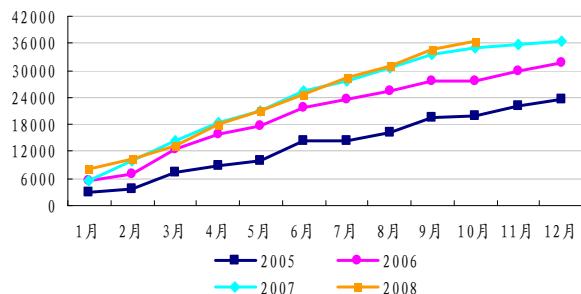
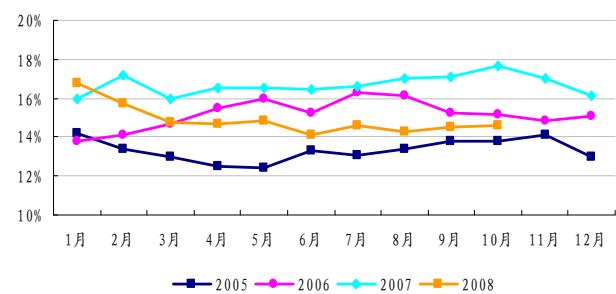
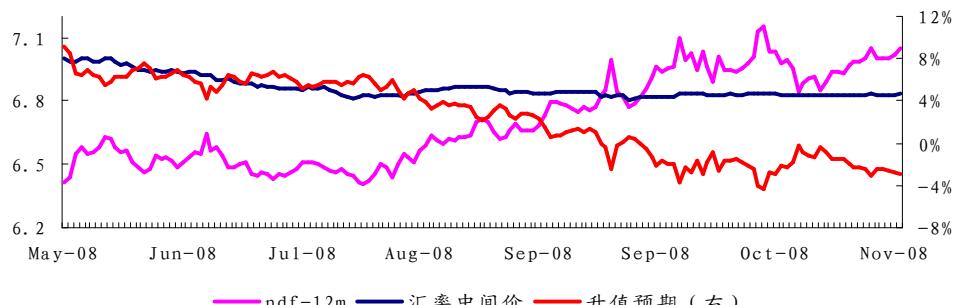


图 3: 08 年 10 月末人民币贷款同比增速继续回升



说明: 2008 年信贷调控前紧后松。数据来源: 国泰君安证券研究所。

图 4: 人民币对美元升值预期放缓 (11 月 28 日)



资料来源: 国泰君安证券研究所。

## 2. 09 年银行业净利润仍将保持正增长

### 2.1. 净利润增速: 5.58%

2009 年, 我国银行业净利润增速预计为 5.58%。

2008 年前 3 季度, 我国银行业在紧缩中保持快速增长势头, 前 3 季度上市银行净利润同比增长 **52.35%**, 其驱动因素有以下几个方面: (1) 生息资产规模增长较快; (2) 净利差同比上升, 但环比略降; (3) 中间业务仍保持快速增长, 但环比增速下降; (4) 费用收入比同比下降; (5) 税负下降等。

**2009 年净利润增长主要依靠两大驱动因素: 规模扩张和中间业务增长。**

2009 年, 银行净利润增长将主要来自两个方面, 一是生息资产规模扩张; 二是非利息收入增长。

**生息资产。** 我们预测 2009 年贷款增速 14.6%, 平均生息资产增速 16.6%。

**净利差。** 由于降息、存款定期化、债券收益率曲线下移、存款准备金率下调、银行议价能力下降等因素综合作用, 净利差将趋于收窄, 预计 2009 年银行净利差收窄 38 个 bp。

**非利息净收入。** 预计 09 年上市银行非利息净收入增长 27%。

**信贷成本。** 其变化具有较大的不确定性, 我们预测 2009 年 14 家上市银行计提拨备增长 19%, 信贷成本由 2008 年的 0.60% 上升至 0.63%。

**费用收入比。** 考虑银行业管理水平提高, 近年来 IT 投入等已有不少增加, 故 2009 年费用收入比略有下降。

**税负。** 趋于平稳, 对净利润增长无贡献。

在以上变量预测或假定下, 按以上基本模式预测出银行业 2009 年净利润增速为 5.58%。考虑到不良率上升幅度的不确定性, 根据后面的敏感度分析, 我们给出银行业 2009 年净利润增速区间为 (2.8%, 9.2%)。

**表 3: 基本模式: 2009 年银行业主要变量及净利润预测**

主要变量	预测或假设	对净利润增长的贡献
贷款增速	14.6%	
平均生息资产增速	16.6%	
净利差	收窄 38 个 BP: -38BP	
净利息收入增速	2.26%	1.92%
非利息净收入增速	27%	4.05%
净收入增速	5.97%	5.97%
费用收入比	下降 1.5 个百分点	2.36%
拨备计提增速	19%	-2.67%
有效税率	平稳	0
净利润增速	<b>5.58%</b>	

数据来源: 国泰君安证券研究所。

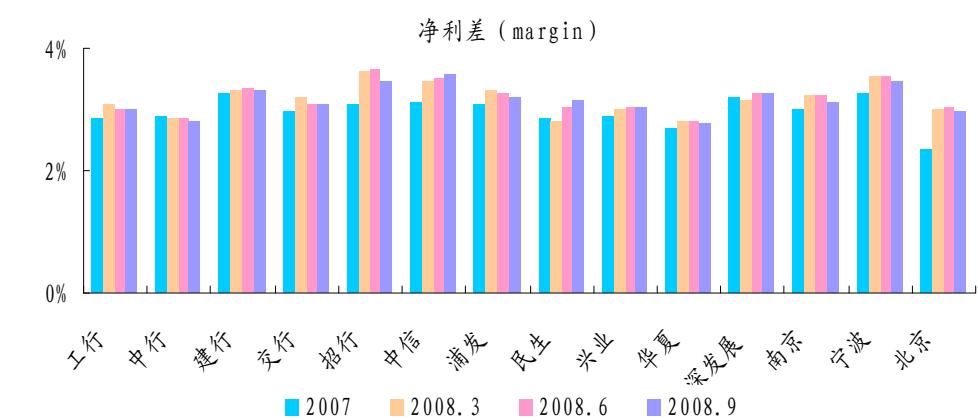
表 4: 2008 年前 3 季度上市银行总资产、存款、贷款规模增长较快 ( % )

机构	总资产	存款余额	贷款余额
全部金融机构	17.20	18.20	14.73
国有商业银行	10.98	16.31	12.33
建行	14.32	17.68	11.16
工行	9.15	15.76	9.27
中行	9.57	15.14	16.24
交行	12.23	17.38	17.28
股份制商业银行	19.13	21.16	18.26
深发展	29.64	20.99	21.16
民生银行	12.65	14.83	13.46
兴业银行	7.89	21.08	17.55
浦发	32.10	22.38	19.46
招行	19.85	25.76	20.09
中信银行	17.2	21.2	21.2
华夏银行	23.22	19.60	14.57
城市商业银行	30.06	22.44	27.27
北京银行	31.36	20.80	27.43
宁波银行	38.03	36.60	36.60
南京银行	17.83	16.12	22.11
上市银行合计	12.85	17.30	13.83

资料来源：银监会，中国人民银行，公司 3 季报。

注：招行总资产、存款和贷款是剔除了永隆银行后的同比增速；中行、北京银行、南京银行和华夏银行贷款是净额增速。

图 5：上市银行净利差变化



资料来源：国泰君安研究所。

**表 5: 2008 年前 3 季度上市银行中间业务快速增长, 但增速环比下降**

银行	08 年前 3 季非息净收入占比	08 年前 3 季手续费及佣金净收入	08 年上半年手续费及佣金增速	08 年前 3 季手续费及佣金增速
工行	15.05%	34,583,000	64.65%	42.41%
中行	27.01%	31,841,000	45.14%	68.27%
建行	15.36%	29,572,000	59.30%	28.99%
交行	12.52%	6,814,000	50.19%	32.70%
招行	15.81%	5,858,000	53.68%	33.56%
中信	9.86%	2,175,000	128.26%	106.36%
浦发	8.27%	1,349,475	99.06%	84.36%
民生	16.20%	4,281,993	211.78%	137.21%
兴业	10.83%	1,945,146	180.65%	118.39%
华夏	3.86%	593,591	71.54%	70.95%
深发展	11.75%	665,074	81.63%	106.60%
南京	16.49%	147,068	155.69%	274.53%
宁波	13.41%	313,943	160.43%	178.53%
北京	8.09%	374,301	92.26%	73.00%
<b>合计</b>	<b>16.61%</b>	<b>120,513,591</b>	<b>61.40%</b>	<b>48.46%</b>

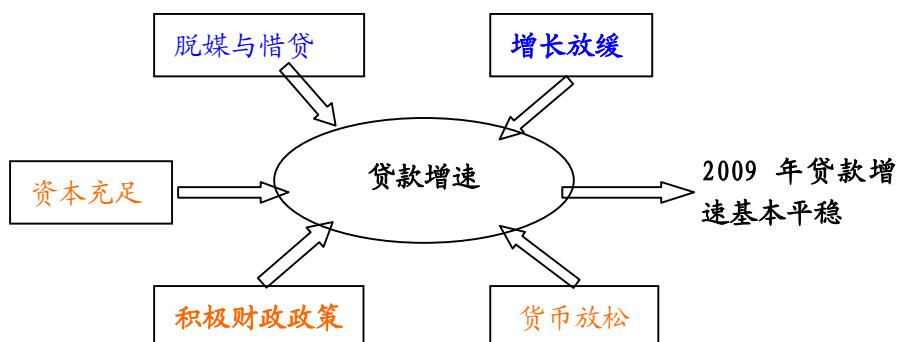
注: 表中净收入单位为千元。资料来源: 公司季报, 国泰君安证券研究所。

## 2.2. 贷款增速: 基本平稳

2009 年, 我国银行业贷款增速基本平稳, 预计贷款增速为 14.6%。

2008 年驱动贷款增长的因素包括四方面: 经济增长较快; 资本充足率较高; 流动性较多; 企业贷款需求较高。

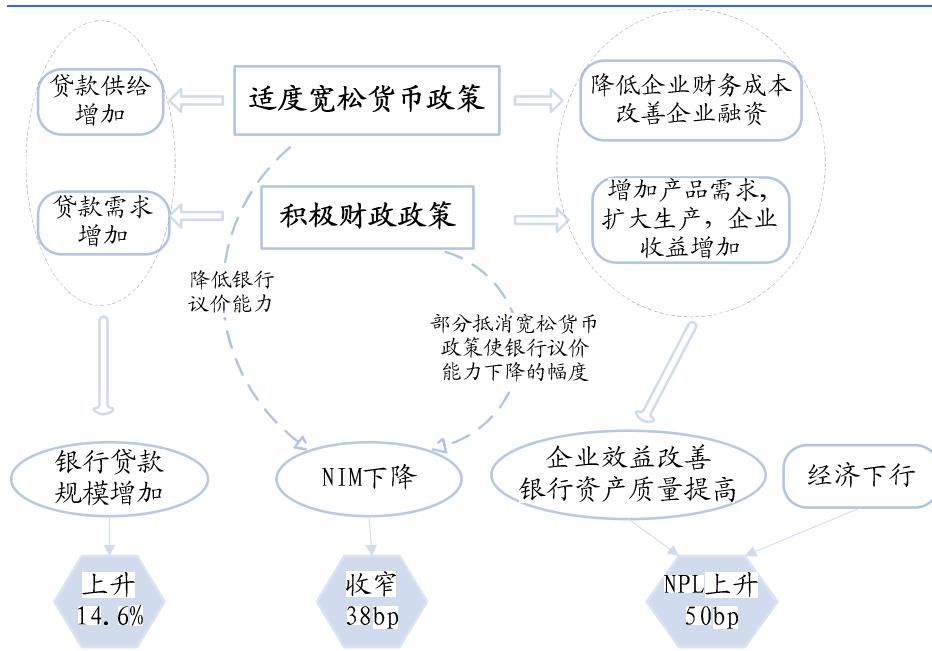
2009 年, 积极财政政策将增加贷款需求; 货币放松与银行资本充足将增加贷款供给; 但另一方面 GDP 增速下滑, 银行惜贷与脱媒将抑制贷款的快速增长。我们认为, 这五大因素的综合作用将促使 2009 年银行信贷平稳增长, 贷款增速预测为 14.6%。

**图 6: 积极财政政策与货币适度放松成为促进贷款增长的主要因素**


资料来源: 国泰君安证券研究所。

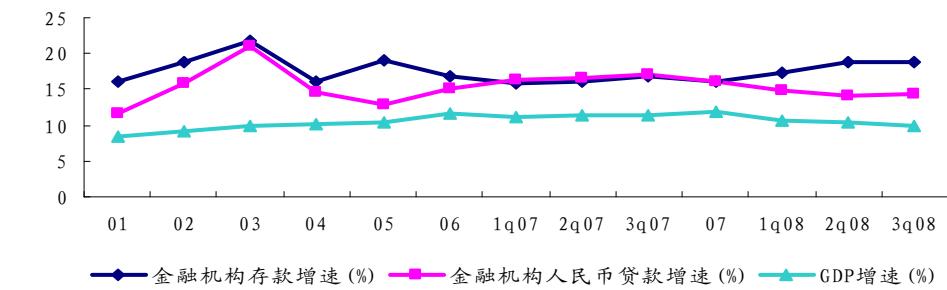
货币政策放松与积极财政政策的共同作用是2009年贷款平稳增长的重要原因。

图 7：适度放松货币政策和积极财政政策效应



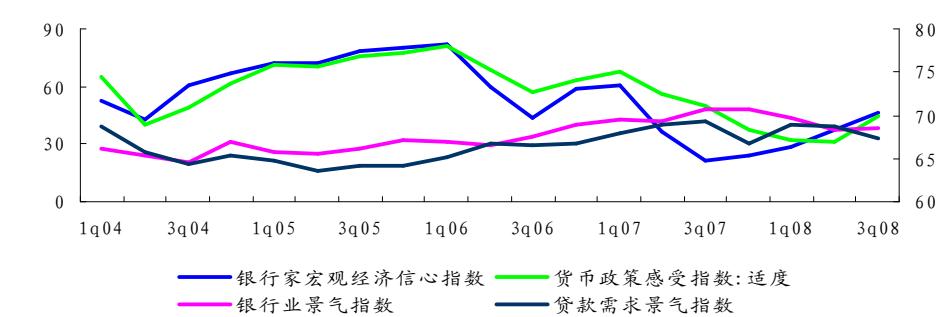
资料来源：国泰君安证券研究所。

图 8：2008 年 GDP 增速低于 10%，09 年增长压力陡增



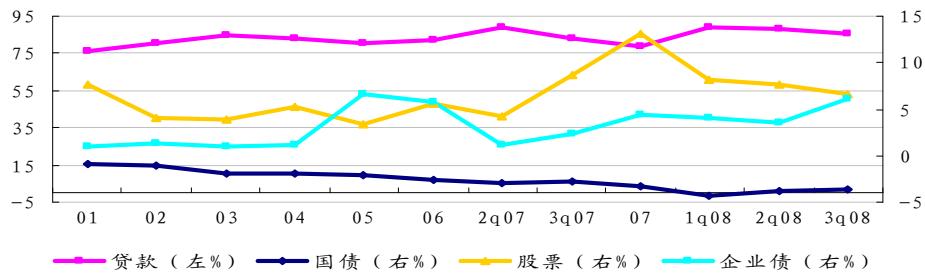
数据来源：国泰君安证券研究所。

图 9：贷款需求景气指数逐季下降，但货币政策放松和扩大投资会刺激需求



资料来源：央行，国泰君安证券研究所。

图 10: 我国非金融机构融资结构: 贷款占比环比有所下降

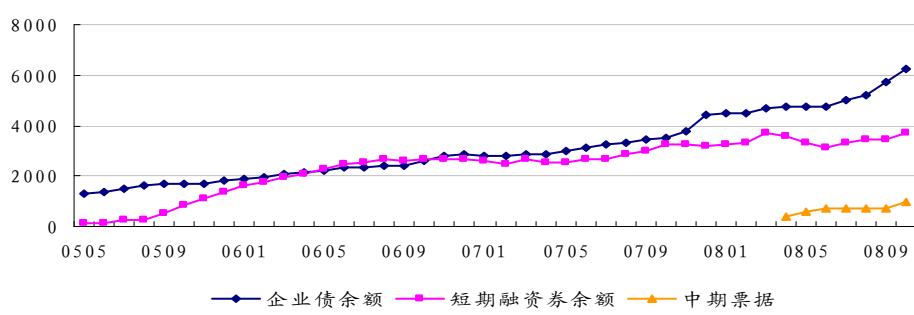


说明: 从总体融资结构看, 08年上半年贷款比重 85.8%, 环比有所下降。

数据来源: 货币政策执行报告, 国泰君安证券研究所。

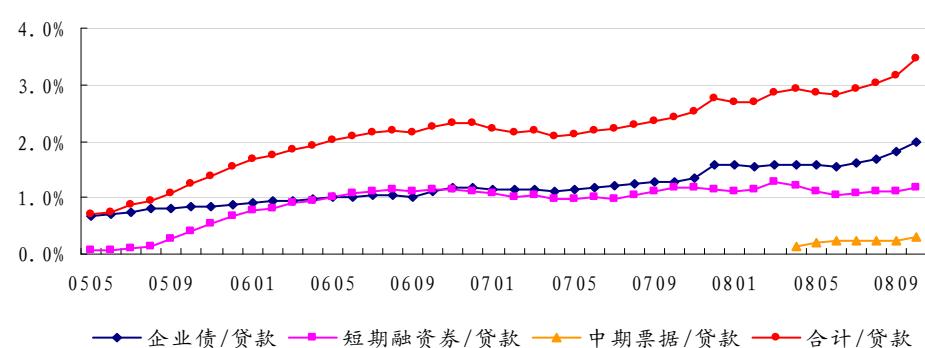
债券市场繁荣和中期票据恢复发行使脱媒效应有所增强。

图 11: 短期融资券、企业债增长和中期票据余额增长加速



说明: 2008 年前 3 季度, 股票融资占比继续下降, 但债券融资(含国债)环比有所上升, 使得贷款占比的环比有所下降。7-10 月份短期融资券和企业债发行量大增 3189.3 亿元, 10 月份中期票据恢复发行, 新增 222 亿元。数据来源: 国泰君安证券研究所。

图 12: (短期融资券+企业债余额+中期票据) / 贷款上升较多



说明: 包括短期融资券、中期票据在内的企业债余额不断增加。2008 年 10 月末, 企业短期融资券余额为 3697.4 亿元, 占同期贷款余额的 1.17%; 企业债余额为 6274.45 亿元, 占同期贷款余额的 1.99%; 中期票据余额 957 亿元, 占同期贷款余额的 0.3%, 三者合计占同期贷款余额的 3.46%, 较 9 月末的 3.14% 上升较多。

数据来源: 国泰君安证券研究所。

上市银行资本充足率普遍较高，为贷款增长提供保证。

表 6：上市银行资本充足率和核心资本充足率普遍较高

上市银行	08.6 资本充足率	08.6 核心资本充足率	08.9 资本充足率	08.9 核心资本充足率	备注
工行	12.46%	10.33%	12.62%	10.51%	
中行	13.78%	10.85%	13.89%	11.04%	
建行	12.06%	10.08%	12.10%	10.20%	
交行	14.06%	9.98%	13.77%	9.79%	
招行	10.41%	8.83%	12.12%	7.96%	
中信	14.28%	12.35%	14.66%	12.88%	
浦发	8.67%	4.95%	8.47%	5.17%	拟公开发行不超过8亿股；年底发次级债、混合资本债，可超10%
民生	9.21%	6.57%	N. A.	N. A.	
兴业	10.85%	8.49%	11.05%	N. A.	
华夏	8.22%	4.51%	N. A.	N. A.	10月份定向增发完成 年底发混合资本债，可超10%
深发展	8.53%	6.15%	8.84%	6.48%	
南京	25.59%	22.56%	N. A.	N. A.	
宁波	17.02%	15.50%	16.44%	15.00%	
北京	19.14%	17.47%	N. A.	N. A.	

说明：截至 2008 年 9 月末，我国 14 家上市银行资本充足率均在 8% 以上，其中 10 家在 10% 以上（如果算上 10 月份完成定向增发的华夏银行则为 11 家）。资料来源：国泰君安证券研究所。

### 2.3. 净利差：收窄 38 个基点

预测 2009 年银行净利差将收窄 38 个基点。

银行业净利差（NIM）经历 2006 年小幅上升（10 个 bp）、2007 年显著上升（35 个 bp），2008 年上半年继续扩大后达到顶峰。08 年 3 季度开始小幅下降，预计 08 年全年净利差上升 13 个 bp 至 3.1% 左右。在降息、银行议价能力下降、存款定期化、存款准备金率下调等因素综合作用下，我们预测 2009 年银行业的净利差将收窄 38 个基点。

以下 5 个因素促使净利差继续下降：

- (1) 2008 年下半年降息（含降准备金存款利率）对净利差缩小的滞后影响；
- (2) 住房按揭贷款利率优惠利率下浮区间扩大，由最高下浮 15% 扩大至 30%；
- (3) 货币政策放松有可能降低银行在贷款中的议价能力；
- (4) 银行间市场债券收益率曲线下移；
- (5) 存款定期化。

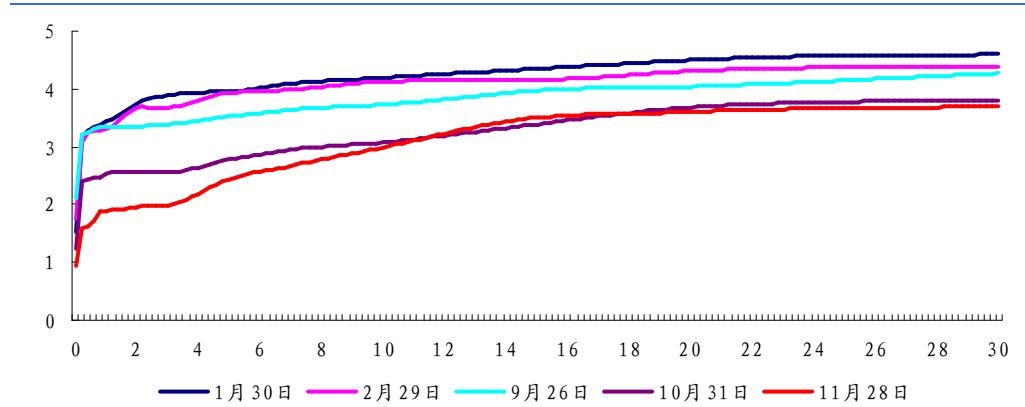
以下 2 个因素一定程度上有缓解净利差继续收窄的效应：

- (1) 下调存款准备金率有扩大银行净利差的效应；
- (2) 信贷放松对贷款在生息资产中占比具有推升或抑制下降的作用。

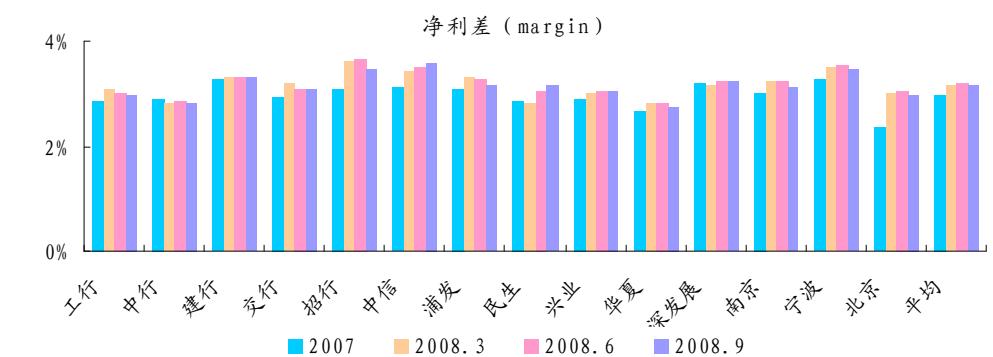
**表 7：上市银行 2009 年净利差收窄幅度预测 (单位: bp)**

因素	对净利差影响	说明
存款定期化	-3.50	08 年已进行大半; 定期化中有短期化
存款准备金率下调	+5.00	假定存款准备金率下调 5 个百分点
降息	-16.50	含直接降息、债券收益率曲线下移、准备金利率下调、按揭贷款利率下浮至 7 折等
议价能力	-23.00	基准利率基础上的上浮或下浮幅度变化
合计	-38.00	

资料来源：国泰君安证券研究所。

**图 13：银行间国债到期收益率曲线不断下移**


资料来源：国泰君安证券研究所。

**图 14：2008 年前 9 月大部分上市银行净利差开始下降**


注：深发展的计算数据和公布数据变化趋势相反，以公布数据为准，净利差下降。只有中信和民生银行的净利差 3 季度环比上升。资料来源：国泰君安证券研究所。

## 2.4. 信贷成本：转趋上升

### 2.4.1. 不良贷款规模和比例双升，信贷成本随之提高

预计 2009 年上市银行不良贷款规模和比例双升，信贷成本随之提高。

整个银行业。2008 年 9 月末，我国银行业不良贷款规模季度环比上升，不良率季度环比继续略降。不良贷款余额为 12654.3 亿元，较 6 月末的 12425.1 上升 229.2 亿元（上升 1.84%）；不良率由 08 年 6 月末的 5.58% 降到 5.49%。

上市银行。2008 年 6 月底，14 家上市银行不良贷款余额比例双降。不良余额合计为 3498 亿元，较年初的 3700 亿元有所下降；其中不良规模上升的有民生、兴业、中信、宁波 4 家。不良率为 2.15%，低于年初的 2.5%；其中不良率上升的仅宁波银行。

08 年 3 季度末，11 家上市银行中已有中行、民生、兴业和宁波 4 家银行的不良率环比上升，而不不良贷款余额上升的则有中行、建行、浦发、民生、兴业和宁波 6 家银行（华夏、南京和北京银行没有公布）。

2009 年，由于国际金融危机冲击我国外贸出口型企业陷入困境；国内的房地产行业、制造业以及众多中小企业经营举步维艰；银行不良贷款将趋于增加，资产质量存在较大的变数。如果不考虑农行上市等引发的不良资产剥离，2009 年我国银行业不良贷款规模和比例将趋于双升。

根据我国上市银行现状及参考美国经济衰退的实证分析，我们预测 2009 年，我国 14 家上市银行不良率上升 0.5 个百分点，即新增不良贷款 1524 亿元（相当于 2008 年总贷款余额的 0.9%）。如果按新增拨备覆盖率 75% 计提拨备 1143 亿元，该拨备相对 2008 年增长 19%，对应的信贷成本为 0.63%，较 2008 年的 0.60% 略升。

### 2.4.2. 银行净利润对不良率上升的敏感度分析

银行净利润增速对不良率上升幅度、新增拨备覆盖率或信贷成本敏感度较高。

由于不良率上升幅度、信贷成本变化有很大不确定性，为全面把握银行资产质量与净利润增长之间的关系，我们作一个银行净利润增长关于不良率上升幅度以及新增拨备覆盖率的敏感度分析。

根据敏感度分析，当不良率上升幅度较大时，银行可以通过降低新增拨备覆盖率来维持较高的净利润增速。如当 14 家上市银行 2009 年不良率上升 1 个百分点时，银行只要将新增拨备覆盖率降到 52%（平均覆盖率仍可达 115.81%），其净利润增速仍可达到 2.78%，此时对应的信贷成本为 0.71%；但如果此时银行将新增拨备覆盖率维持在 75%，则其净利润为负增长：-7.62%。可见银行净利润增速对新增拨备覆盖率或信贷成本敏感度较高。

由此我们给出银行业 2009 年净利润增速区间为（2.8%，9.2%）。

表 8: 不良率上升与银行业净利润增长 (14 家上市银行, 亿元)

	2006 年底	2007 年底	2008E	2009E
贷款余额	127,496	148,071	169,689	194,464
新增不良贷款				1,524
增加核销				305
新增不良贷款余额	-196	-534	82	1,220
不良贷款余额	4,233	3,700	3,782	5,001
原测算当年计提拨备				1,143
当年补充计提拨备				0
当年计提拨备总额	856	873	961	1,143
拨备余额	3,557	3,993	4,954	5,792
净利润	1,775	2,810	4,144	4,375
平均不良率	3.32%	2.50%	2.23%	2.57%
平均拨备覆盖率	84.01%	107.92%	130.99%	115.81%
不良贷款余额增速		-12.60%	2.22%	32.25%
当年计提拨备增速		1.96%	10.05%	18.99%
拨备余额增速		12.27%	24.07%	16.93%
信贷成本	0.72%	0.63%	0.60%	0.63%

**假设**

不良率上升百分点	-0.27%	0.50%
贷款余额增速	14.50%	14.60%
新增不良贷款核销率		20.00%
新增不良拨备覆盖率		75.00%

按基本模式测算的净利润增速	47.50%	5.58%
对净利润的影响		0.00%
实际净利润增速		5.58%

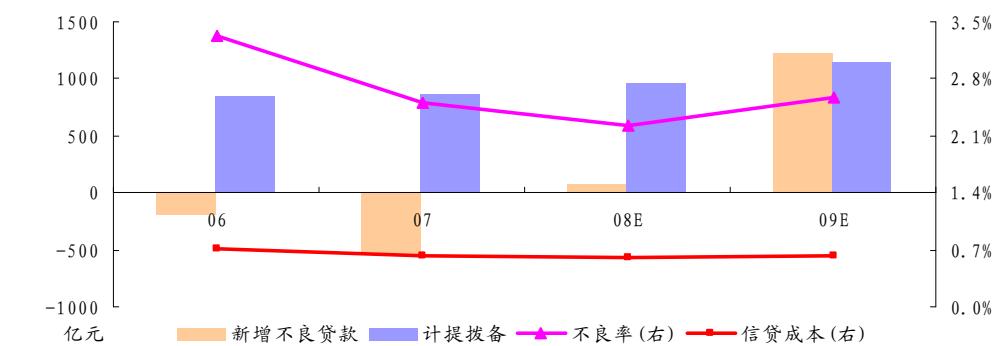
数据来源: 国泰君安证券研究所。

表 9: 上市银行净利润增长对不良率敏感度分析 (14 家上市银行)

\不良率上升	0.20%	0.30%	0.50%	0.70%	0.90%	1.00%
新增不良覆盖率						
100%	9.24%	5.72%	-1.32%	-8.36%	-15.39%	-18.91%
85%	11.80%	8.80%	2.82%	-3.16%	-9.14%	-12.14%
75%	13.50%	10.86%	5.58%	0.30%	-4.98%	-7.62%
65%	15.20%	12.91%	8.34%	3.76%	-0.81%	-3.10%
55%	16.91%	14.97%	11.10%	7.23%	3.36%	1.42%
52%	17.42%	15.59%	11.93%	8.27%	4.61%	2.78%

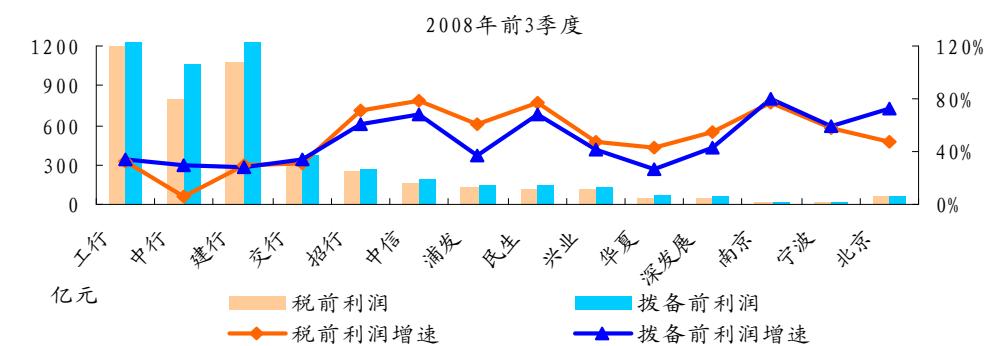
数据来源: 国泰君安证券研究所。

图 15: 14 家银行的不良率和信贷成本变化及预测



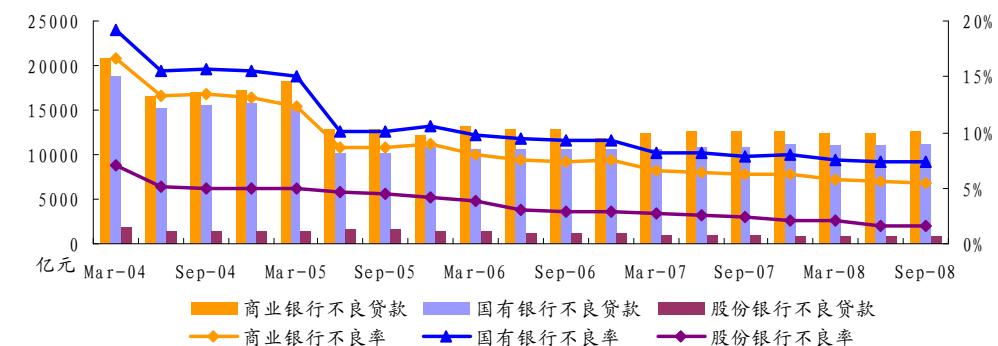
资料来源：国泰君安证券研究所。

图 16: 信贷成本上升的银行逐渐增多，未来计提的压力增大



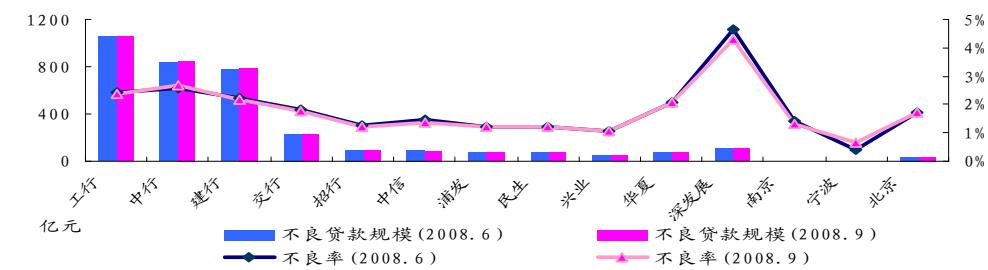
资料来源：公司季报，国泰君安证券研究所。

图 17: 商业银行不良贷款规模开始反弹，不良率继续下降



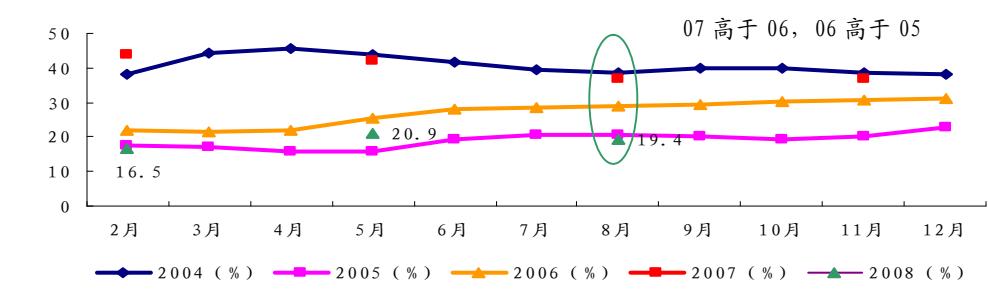
资料来源：银监会，国泰君安证券研究所。

图 18: 上市银行 2008 年 9 月末不良贷款规模和比例的环比变化



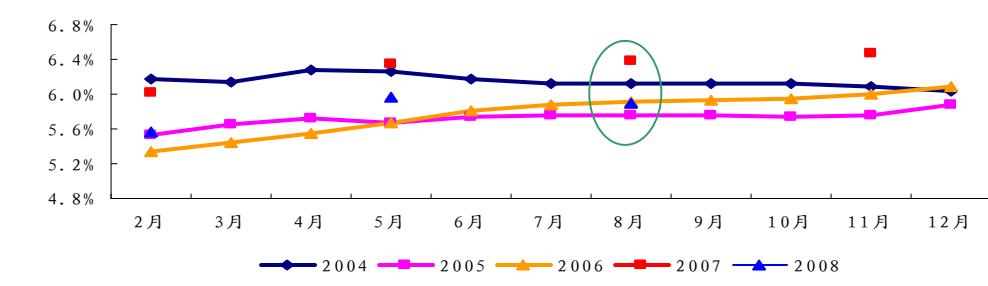
注: 华夏、南京和北京银行没有公布 9 月末数据, 为了画图方便, 暂时以 6 月末数据替代。资料来源: 公司季报、国泰君安证券研究所。

图 19: 08 年前 8 月工业企业利润总额同比增速大幅下降 (37.02 % 到 19.4 %)



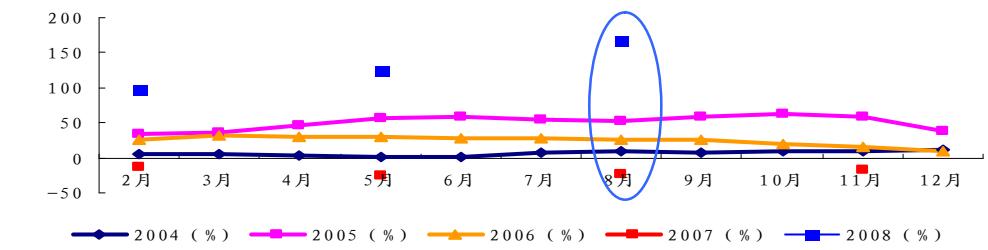
资料来源: wind, 国泰君安研究所。

图 20: 08 年前 8 月工业企业利润率同比下降 (由 6.38% 到 5.9%)



资料来源: wind, 国泰君安研究所。

图 21: 2008 年前 8 月我国规模以上工业企业亏损额同比增速逐渐上升



资料来源: wind, 国泰君安研究所。

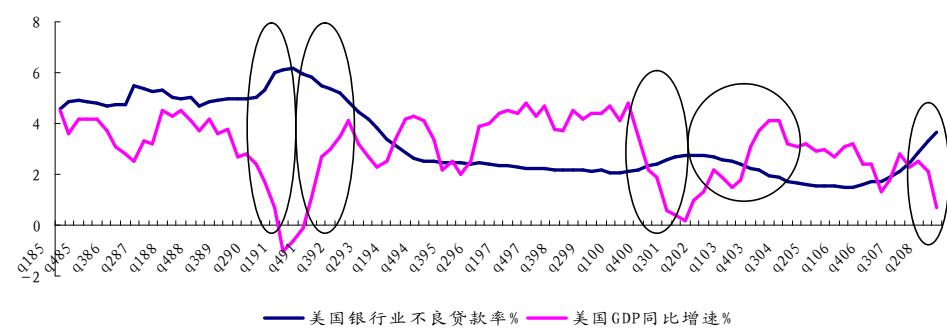
### 2.4.3. 关于银行不良率的实证分析

美国经济增速大幅波动时，GDP 增速每下降/上升 1 个百分点，银行不良率则上升/下降 0.35 个百分点。

(1) 我国银行业不良贷款率与 GDP 增速关系：缺少 GDP 增速大幅波动时的有效参考数据，部分数据图形仅供参考。

(2) 美国银行业不良贷款率与 GDP 增速关系：经济增速大幅波动时，GDP 增速每下降/上升 1 个百分点，银行不良率则上升/下降 0.35 个百分点。

图 22：美国银行业不良贷款率与 GDP 增速的关系



数据来源：Bloomberg。注：美国银行业主要是指“insured U.S.-chartered commercial banks”。

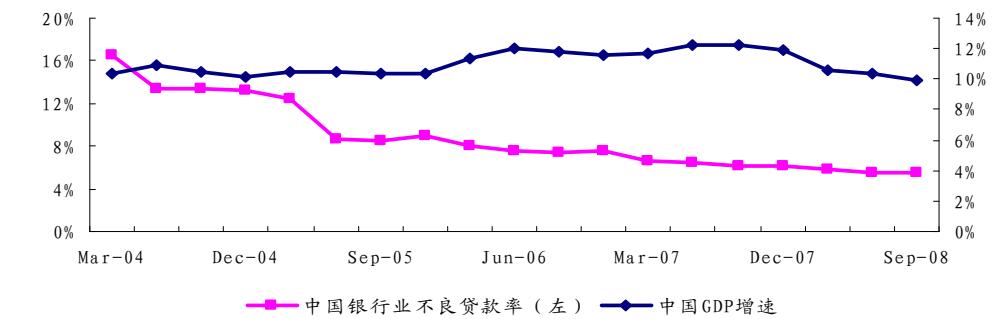
表 10：美国银行业不良贷款率变化与 GDP 增速变化对比

期间	GDP 增速变化	不良率变化	弹性比=不良率变化 / GDP 增速变化	备注
90.3-91.3	-3.8	1.12	-0.295	正是海湾战争爆发前后，发生了储蓄贷款协会危机，经济陷入衰退，同期银行的不良贷款率不断上升。
91.6-92.12	4.7	-1.32	-0.281	美国经济从衰退中恢复，并受益于互联网经济的发展，大幅提高生产率，经济开始高速增长，同期银行不良率大幅下降。
01.3-01.12	-1.7	0.32	-0.188	美国互联网经济泡沫破裂，结束了克林顿当政 8 年黄金时期，并且出现了“911”恐怖袭击，经济急剧下滑，同期银行不良率不断上升。
02.3-04.6	3.1	-0.89	-0.287	02 年 1 季度到 04 年 2 季度，受益于房地产市场的繁荣，美国经济出现明显的回升，同期银行不良率逐渐下降。
07.9-08.9	-2.1	1.52	-0.724	美国次贷危机加剧引发全球金融危机，美国经济开始大幅下滑，GDP 出现负增长，同期银行不良率大幅上升。

注：08 年 9 月末的不良率从 6 月末的 3.29% 上升到 3.65%。

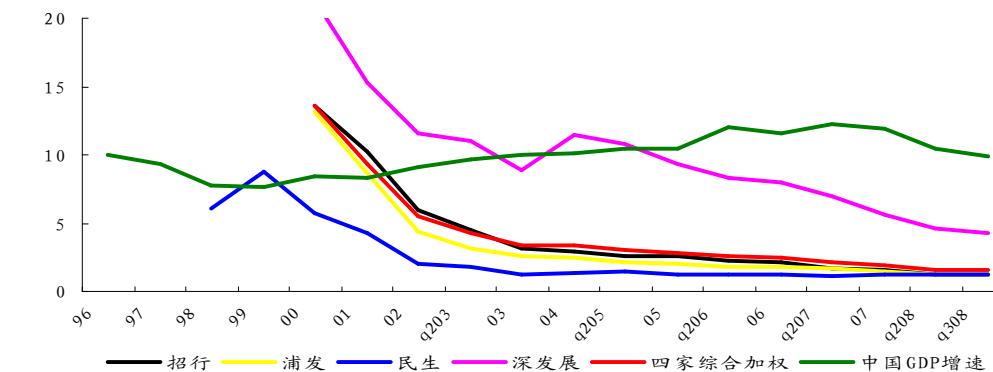
数据来源：Bloomberg。

图 23: 04. 3-08. 9 中国银行业不良贷款率与 GDP 增速走势



数据来源: 银监会, 国家统计局。

图 24: 四家上市银行不良贷款率与 GDP 增速走势



注: 民生银行 98、99 年不良贷款率是指一逾两呆。数据来源: 国泰君安研究所, 国家统计局。

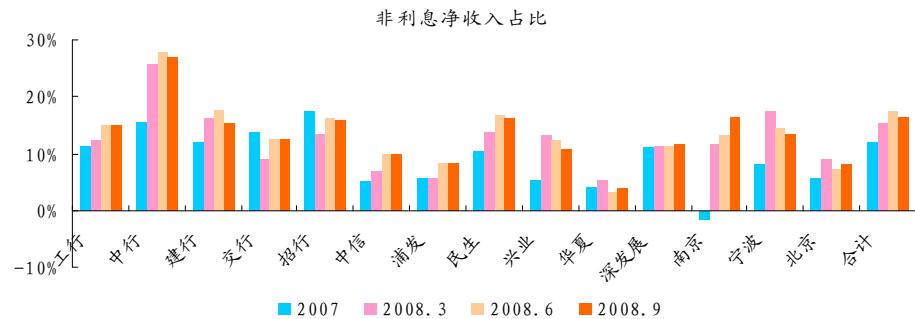
## 2.5. 中间业务: 增速放缓

2009 年银行中间业务增长将进一步放缓, 但仍将保持 20-30% 的较快增速。

银行的非息净收入主要由中间业务组成。2005 年至 2007 年是上市银行中间业务快速增长阶段, 其手续费和佣金净收入增速从 23.65%、57.55% 到 2007 年的顶峰 116.78%。2008 年手续费和佣金净收入增速开始减缓, 由 2007 年的高峰下降到 08 上半年的 61.4%, 再到 08 年前 3 季度的 48.46%。

我们预测, 2009 年我国银行的中间业务和非息净收入增速还将进一步放慢, 但仍将保持 20-30% 的较快增长。其主要增长源为: (1) 基金销售、托管业务的恢复性增长; (2) 投资收入; (3) 传统的结算、代理等; (4) 银行卡业务和电子银行业务; (5) 财务顾问、咨询、承销及其他。

图 25: 非利息净收入占比的变化趋势

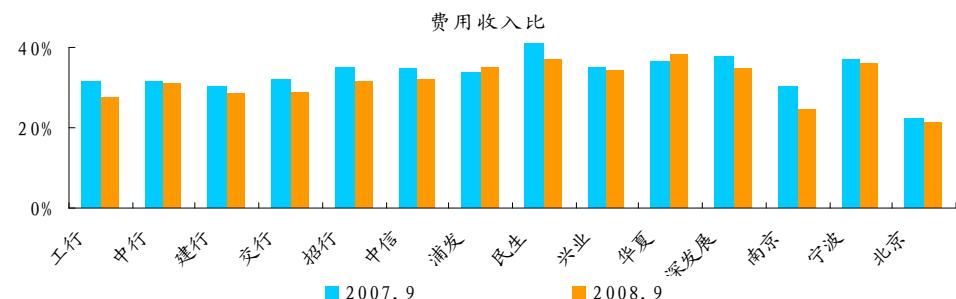


资料来源：公司报告、国泰君安证券研究所。

## 2.6. 费用收入比：下降空间有限

2009 年，银行业净收入的下降有可能超过一般费用的下降，这将促使费用收入比上升。但另一方面银行管理变革的深化，费用控制的加强；前几年 IT 等各种系统的投入已经基本告一段落等因素又将促使费用收入比下降。总的来说，我们认为 2009 年上市银行的费用收入比将微幅下降。

图 26: 费用收入比同比下降



资料来源：公司季报、国泰君安证券研究所。

结论：综合以上因素分析，我们预测 2009 年我国银行业净利润增速为 5.58%。增速区间（2.8%，9.2%）。

### 3. 估值水平与银行股走势分析

#### 3.1. 我国银行估值安全边际较高

##### 3.1.1. 我国银行盈利增长前景继续向好

长期看，我国银行盈利增长前景继续向好。

我国银行业经历 07、08 两年高速增长，2009 年在国际经济、金融危机以及内在结构转型冲击下，我国经济增长将趋缓，银行盈利增速也将随之放慢。根据我们的预测，09 年银行盈利仍将保持正增长 5.58%，2010 年银行盈利增速预计为 15.2%，此后有望保持在平均 15% 左右的增速。

与美国相比，我国银行业证券化产品、金融衍生工具较少，杠杠化率较低，银行盈利的增长更多的依赖于经济增长，相对较稳定。而我国作为新兴市场经济，经济起飞的增长潜力正在释放，因此长期看我国银行未来盈利增长前景亦继续向好。

图 27：我国上市银行净利润增速



资料来源：公司年报、国泰君安研究所。

##### 3.1.2. 与香港比较：PE、PB 接近；与美国比较：PE 较低，PB 较高

与香港比较：PE、PB 接近；与美国比较：PE 较低，PB 较高。

目前境内上市银行中，8 家原股份制上市银行（中型银行）的 2008PE、PB 分别为 8.1、6.9 倍；大行 2008PE、PB 分别为 10.64、9.19 倍；城商行 2008PE、PB 分别为 10.96、9.15 倍。

**PE 估值比较：**与香港比较，境内中型银行 08PE 略低于香港；而大行、城商行 08PE 则略高于香港。

与美国标普大行相比，境内银行的 PE 已低得多。美国标普大银行 PE 现在不断创出新高 65.8 倍，费城银行指数 PE 为负，动态 PE 也已达 25.07 倍，远高于国内。

**PB 估值比较：**与香港比较，境内上市银行 PB 与香港非常接近。中小行的差距在

15% 以内，只有大行的差距较大，为 27%。与美国标普大行比较，国内银行 PB 非常接近，但高出美国费城银行指数的 PB 近 1 倍左右。

美国的大部分银行 PB 估值水平低甚至破净，是因为其净资产收益率为负，处于亏损状态的资产自然难以获取（较高的）溢价。

**A 股相对 H 股溢价普遍较低。**其中交行、招行、工行、建行 A 股相对溢价分别为 3.1%、14.5%、15.3%；只有中行和中信偏高。

**结论：**与香港比较，境内中小银行的 PE、PB 与香港非常接近甚至更低，大行略高；与美国比较，境内银行的动态 PE 低很多，但 PB 较高。

表 11：境内上市银行与香港、美国银行估值水平比较（08 年 11 月 28 日）

	PE	2008 动态 PE	成长率 G	PEG	PB
香港	9.11	9.82	11.00	0.89	1.46
美国	65.79	25.07	5.00	5.01	1.45
境内大行	10.64	9.19	10.00	0.92	1.86
境内中型	8.14	6.92	15.00	0.46	1.60
境内城商行	10.96	9.15	20.00	0.46	1.65
境内大行高出香港	16.84%	-6.42%			27.29%
境内中型银行高出香港	-10.62%	-29.52%			9.58%
境内城商行高出香港	20.33%	-6.79%			12.80%
境内大行高出美国	-83.82%	-63.35%			28.97%
境内中小行高出美国	-87.62%	-72.39%			11.02%
境内城商行高出美国	-83.34%	-63.49%			14.28%

资料来源：Bloomberg，国泰君安研究所。

### 3.1.3. 我国银行估值底部历史比较：本轮大跌已创下估值新低

本轮大跌中我国银行已创下估值新低。

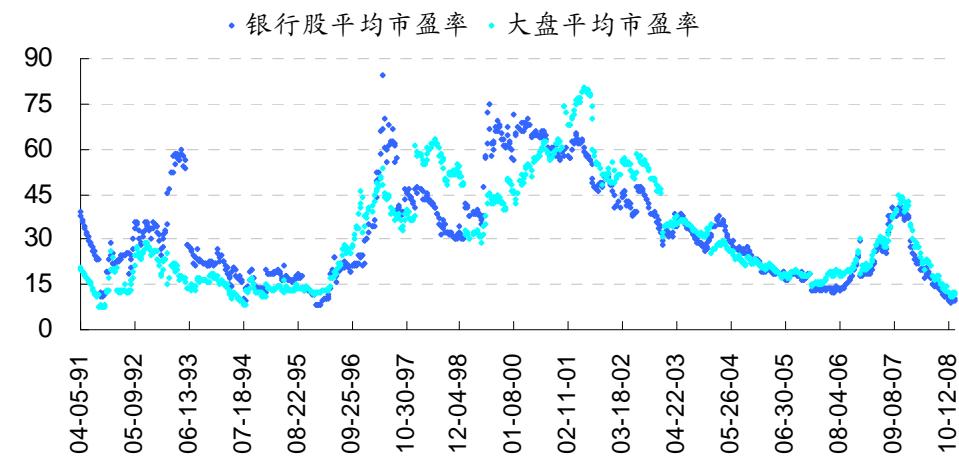
**PE 最低点。**从历史形成的几次底部看，我国银行股 PE 的最低值 7.77 倍发生在 1996 年 1 月，不过当时只有深发展 1 家银行股，代表性较差。从 1999 年 11 月后上市银行逐步增加到 5 家，其平均 PE 最低点在上一轮熊尾牛初（2006.6.16）时达到，为 12.06 倍。在本轮熊市大跌中，我国已有 14 家上市银行，其 PE 最低点为 8.71 倍（2008.10.27）。

**PB 最低点。**1999 年之前上市银行只有深发展 1 家，其 PB 最低点位 2.08 倍，于 1994 年 7 月达到；此后最低点 1.86 倍也是在上波熊尾牛初的 2006 年 6 月实现，本轮大跌中最低点 1.47 倍于 2008.10.27 实现，这也是迄今为止我国银行 PB 估值的最低点。

**表 12: 银行股历史底部比较**

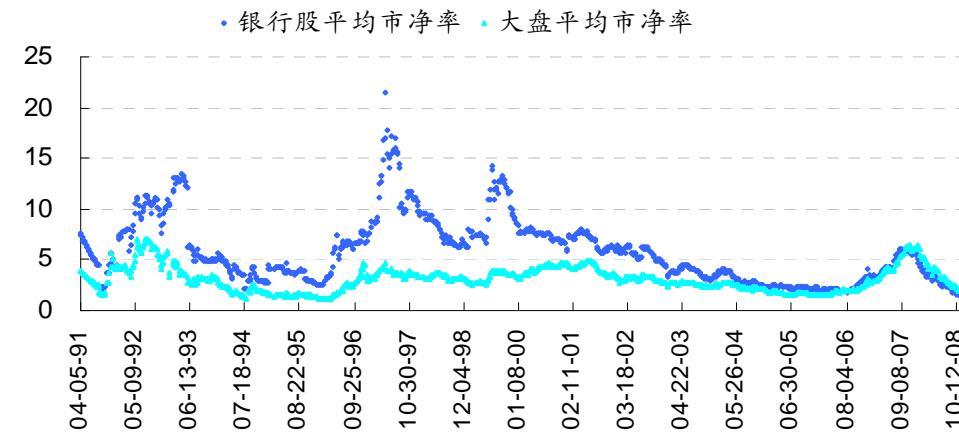
估值底部时间	银行股 PE	银行股 PB	上市银行	说明
1991.09.06	10.07	2.14	深发展	熊市, 股价低点
1994.07.29	9.68	2.08	深发展	股市暴跌, 股价低点
1996.01.23	7.77	2.47	深发展	熊市尾端, 绩优股普遍超跌
2006.06.16	12.06	1.86	深发展、浦发、民生、招商、华夏	熊市底部附近
2008.10.27	8.71	1.47	全部 14 家上市银行	本轮大跌创下 PB 估值新低
2008.11.28	9.38	1.57	全部 14 家上市银行	
历史均值	32.37	5.79		

数据来源: Wind 资讯、国泰君安证券研究所。

**图 28: 我国银行股和市场大盘的历史 PE 水平**


数据来源: Wind 资讯、国泰君安证券研究所。

注: 市盈率按每日股价/当年每股收益计算。

**图 29: 我国银行股 PB 和市场大盘 PB 的历史水平**


数据来源: Wind 资讯、国泰君安证券研究所。

注: 市净率按每日股价/当年每股净资产计算。

### 3.1.4. 美国、香港银行估值底部历史比较

美国的银行指数 PB 估值在本轮大跌中不断创下新低；PE 则不断创新高或为负；

香港银行 PB 和 PE 在本轮大跌中的低点离 98 年金融危机时低点还有 20%、16% 的下跌空间。

美国的银行指数 PB 估值在本轮大跌中不断创下新低；PE 则不断创新高或为负。

无论是费城银行指数，还是标普 500 的银行指数，其 PB 均在本轮大跌中于 08 年 7 月 15 日达到 90 年以来的新低；而 PE 则不断创新高或为负数。

不过，从美国标普 500 银行估值水平看，本轮大跌中达到的 PB、PE 低点分别为 0.85 倍、7.95 倍，它离 1990 年美国储贷危机的估值低点还相差 41%。

香港银行 PB、PE：在本轮大跌中的低点离 98 年金融危机时低点还有 20%、16% 的空间。

表 13：美国主要银行指数 PE 和 PB 低点

低点时间	费城银行指数		标普 500 银行 (S5BANKX) 指数		标普 500 大银行 (S5DBNK) 指数		事件
	PE	PB	PE	PB	PE	PB	
1995.02.01	7.79	1.77	9.97	1.60	9.97	1.60	上一轮熊市末
1996.01.10	4.20	1.95	13.11	2.05	13.11	2.05	
1996.12.31	5.94	1.14	14.65	2.47	14.65	2.47	
2000.03.10	10.59	2.04	10.95	1.99	10.95	1.99	网络泡沫破灭
2002.10.07	11.52	1.68	11.80	1.79	11.80	1.79	上一轮熊市末
2008.01.08	9.08	1.15	10.68	1.12	9.09	1.45	
2008.07.15	9.97	0.66	32.47	0.63	7.96	0.85	次贷危机
2008.11.20	n.a.	0.63	n.a.	0.84	51.75	1.14	本轮低点
2008.11.28	n.a.	0.82	n.a.	1.06	65.79	1.45	
<b>历史均值</b>	<b>13.72</b>	<b>2.09</b>	<b>15.79</b>	<b>2.28</b>	<b>15.61</b>	<b>2.33</b>	

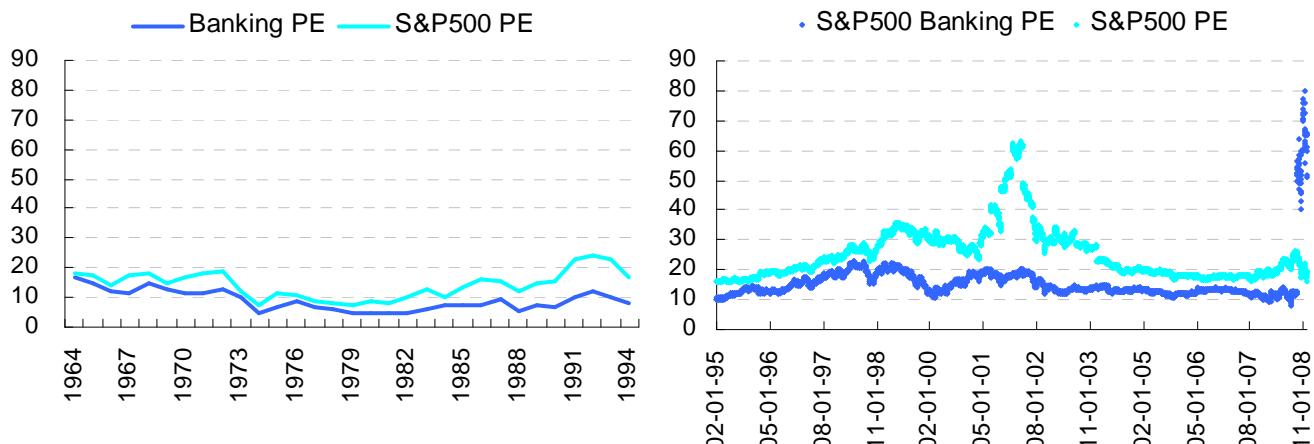
数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究所。

表 14：香港银行股 PE 和 PB 低点时间

低点时间	PE	PB	事件
1995.01.27	8.81	1.72	上一轮熊市底部
1998.09.01	4.44	0.80	亚洲金融危机
2003.04.25	12.38	1.65	上一轮熊市底部
2008.10.27	5.26	1.00	本轮下跌
2008.11.28	6.17	1.18	
<b>历史均值</b>	<b>14.75</b>	<b>2.36</b>	

资料来源：Bloomberg、国泰君安证券研究所。

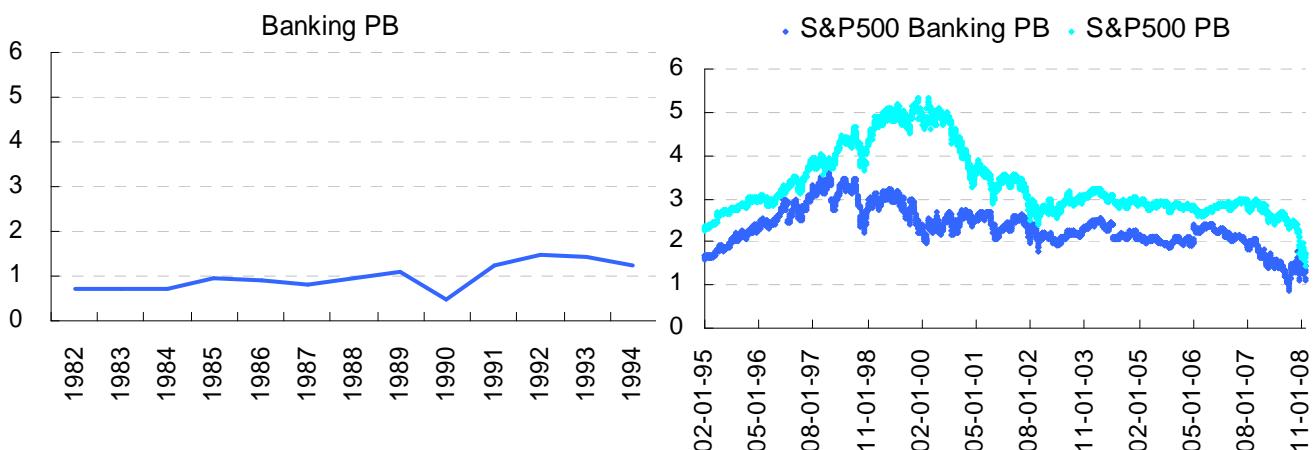
图 30: 美国银行股和标普 500 指数历史 PE (1964 年-至今)



资料来源: FDIC, Bloomberg, 国泰君安证券研究所。

注: 1995 年之前的 PE 数据为年度数据, 其中 Banking PE 指美国 money center 银行业的 PE。

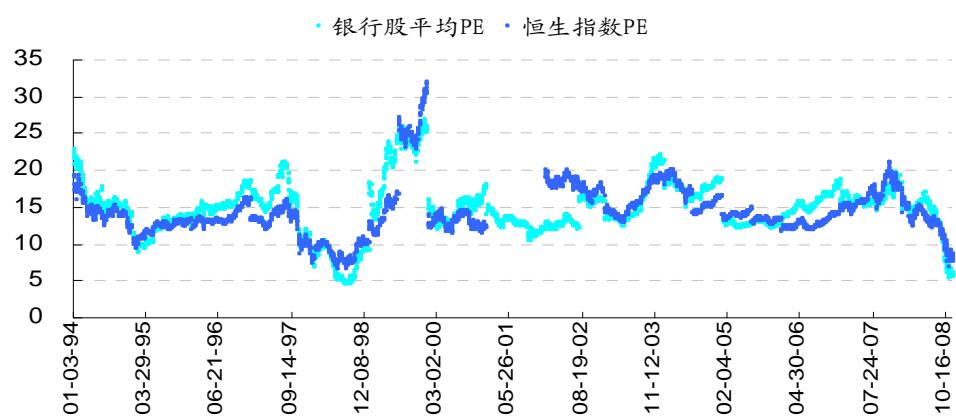
图 31: 美国银行股和标普 500 指数历史 PB (1982 年-至今)



资料来源: FDIC, 国泰君安证券研究所。

注: 1995 年之前的银行股 PB 数据为美国 money center 银行股 PB 的中位数。

图 32: 香港银行股与指数 PE



资料来源: Bloomberg、国泰君安证券研究所。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

注：静态 PE。银行股平均 PE 来自 6 家香港本地银行（恒生、东亚、中银香港、永亨、大新金融和大新银行）每日静态 PE 的平均值。

图 33：香港银行股与指数 PB



注：静态 PB。银行股平均 PB 来自 6 家香港本地银行（恒生、东亚、中银香港、永亨、大新金融和大新银行）每日静态 PB 的平均值。资料来源：Bloomberg、国泰君安证券研究所。

### 3.1.5. 我国银行潜在股息率较高

工行由于承诺了 45-60% 的分红率，其最低分红率 45% 对应的 08 年股息率为 4.2%（仅按当年盈利的 45% 分红计算，按可分配的更高），远高于现在 1 年期存款利率。只要 09 年工行不出现负增长，则其 09 年的潜在股息率更高。

其他银行没有承诺分红率，但若按 30% 分红率估算，其 2008 年潜在股息率均高于银行 1 年期定期存款利率。

我国银行潜在股息率较高，均高于银行 1 年期定期存款利率。

表 15：我国上市银行潜在股息率较高

银行	分红率假定	08 股息率	09 股息率
招行	30.00%	4.26%	5.07%
浦发	30.00%	4.82%	5.75%
民生	30.00%	4.36%	5.16%
华夏	30.00%	3.29%	3.94%
深发展	30.00%	4.75%	5.79%
兴业	30.00%	5.41%	6.42%
中信	30.00%	3.01%	3.57%
交行	30.00%	3.83%	4.44%
中行	30.00%	2.85%	3.33%
工行	45.00%	4.20%	4.82%
建行	30.00%	3.27%	3.81%
南京	30.00%	2.97%	3.59%
宁波	30.00%	2.59%	3.08%
北京	30.00%	3.41%	4.09%

资料来源：国泰君安证券研究所。

### 3.2. 银行业评级：长期增持，短期中性；综合评级调整为中性

根据以下银行业正负两方面的因素分析，我们认为，银行业终将走出迷雾，重新步入稳健成长。因此我们维持对银行股长期增持，短期谨慎的评级。不过由于短期诸多不确定性及其风险较大，我们暂将银行业综合评级调整为中性，中配为主。

#### 2009 年驱动银行股上涨的因素有：

- (1) 货币财政政策双扩张，银行业务保持较快增长。
- (2) 宏观经济有望软着陆，银行坏账率有可能低于普遍预期。
- (3) 估值优势。银行估值水平处于历史低位，且与香港及受到严重伤害的美国银行业估值接近；潜在股息率高于 1 年期存款利率。
- (4) 政策扶持。平准基金、单边降存款利率、融资融券利好大市值银行股。
- (5) 货币流动性增加。

#### 2009 年导致银行股下跌的不利因素也可以概括为：

- (1) 坏账暴露。企业的坏账尚未充分暴露，尤其是中小企业、制造业、出口型贸易型企业面临严峻的考验，这些坏账暴露之时带来连锁反应和冲击不可小觑。
- (2) 净利差收窄。宽松货币环境下，银行议价能力趋于下降，其净利差有可能受到进一步侵蚀。
- (3) 房地产不景气。房地产市场如果继续低迷，有可能进一步拖累银行。
- (4) 大小非解禁。其上市流通对整个估值体系和银行股带来冲击。
- (5) 国际金融危机。尤其美国金融危机尚未见底，一旦出现恶化迹象，对境内银行股带来的实质性和心理上冲击较大。

上面所说的短期指 1 年以内，半年左右。初步认为，从目前至 09 年 4、5 月份期间，仍需保持谨慎；而 09 年 8、9 月份是另一个重要的关注点。

### 3.3. 个股评级：优先谨慎增持深发展、浦发、工行和南京银行

#### 3.3.1. 选股思路与评级

2009 年银行股选股可从以下几个视角进行，不同时期可能会有不同的侧重。

- (1) 风险管控能力强，信贷风险低，拨备覆盖率高；
- (2) 国际化步伐稳健甚至保守，国内业务扩张不能过于激进；
- (3) 大小非抛压较小；
- (4) 大股东或汇金公司增持；
- (5) 跌幅过大或不同程度误杀；
- (6) 债券业务优势；
- (7) 稳健的并购。

根据选股思路，我们认为目前可以优先谨慎增持深发展、工行、浦发和南京银行。

**谨慎增持：**根据以上选股思路，我们认为，可以优先谨慎增持深发展、浦发、工行、南京银行。它们至少具备3个以上选股条件。

另外谨慎增持的还有招行、交行、建行、兴业、民生、中行。

**中性评级：**中信、北京、宁波和华夏银行共4家。

### 3.3.2. 深发展：谨慎增持

- (1) 风险管控能力强，不良贷款余额和不良率继续双降。
- (2) 资本充足率和核心资本充足率已经达标，未来还将补充附属资本，为业务快速发展奠定坚实基础。
- (3) 业务和产品创新能力领先，业务特色突出。
- (4) 零售业务发展突出，房地产开发贷款占比小。
- (5) 海外风险债券几乎没有。
- (6) 大小非减持的压力小。

风险因素：拨备覆盖率仍然较低；净利差处在下降通道。

目前深发展2008年动态PE、PB分别为6.31、1.47倍；2009年动态PE、PB分别为5.75、1.25倍；谨慎增持评级。1年内目标价13元；对应的2008年动态PE、PB分别为9.13、2.13倍；2009年动态PE、PB分别为8.31、1.81倍。

### 3.3.3. 浦发银行：谨慎增持

- (1) 拨备覆盖率继续上升并处高位，在经济下行周期具备较强的抵御风险能力；
- (2) 经营稳健甚至保守，内外风险相对较低；
- (3) 大小非减持的压力几乎没有；
- (4) 关注类贷款下降，不良贷款规模仅略微上升，不良率继续下降；
- (5) 流通市值大，将来很可能成为融资融券和股指期货标的的股票；
- (6) 跌幅过大，估值很低。

风险因素：费用收入比上升；公开增发尚未完成，资本充足率逼近监管底线。

目前浦发2008年动态PE、PB分别为5.47、1.76倍；2009年动态PE、PB分别为5.05、1.40倍；谨慎增持评级。1年内目标价19元；对应的2008年动态PE、PB分别为8.67、2.79倍；2009年动态PE、PB分别为8.0、2.23倍。

### 3.3.4. 工商银行：谨慎增持

- (1) 汇金公司承诺增持；
- (2) 不良贷款规模比例继续双降，拨备覆盖率继续上升；
- (3) 营业网点覆盖最广、客户群体庞大，有利于发展中间和零售业务；
- (4) 费用收入比较低，管理水平较好；

- (5) 经营和增长都比较稳健，在经济下行周期较为有利；
- (6) 市值大，流动性好，将来很可能成为融资融券和股指期货标的的股票。

风险因素：净利差处在下降通道；估值水平在同业中相对较高；有一定数额的海外风险债券。

目前工行 2008 年动态 PE、PB 分别为 10.72、2.07 倍；2009 年动态 PE、PB 分别为 10.18、1.89 倍；谨慎增持评级。1 年内目标价 4.7 元；对应的 2008 年动态 PE、PB 分别为 13.16、2.54 倍；2009 年动态 PE、PB 分别为 12.49、2.31 倍。

### 3.3.5. 南京银行：谨慎增持

- (1) 中间业务发展较快，非息净收入占比提高较多；
- (2) 费用收入比较低，管理水平较好；
- (3) 限售股解禁对二级市场资金压力较小；
- (4) 房地产贷款占比低，风险较小；
- (5) 信贷结构较优，资产质量相对较高；
- (6) 债券业务优势明显，占比高。

风险因素：资产减值计提同比大幅增加，关注资产质量变化；净利差处在下降通道。

目前南京银行 2008 年动态 PE、PB 分别为 10.11、1.38 倍；2009 年动态 PE、PB 分别为 9.32、1.26 倍；谨慎增持评级。1 年内目标价 10.8 元；对应的 2008 年动态 PE、PB 分别为 13.0、1.77 倍；2009 年动态 PE、PB 分别为 11.99、1.62 倍。

### 3.3.6. 招商银行：谨慎增持

- (1) 风险管理与综合竞争力较强；
- (2) 信用卡和零售业务优势明显；
- (3) 不良贷款和不良率持续双降；
- (4) 拨备覆盖率较高，在经济下行周期抵御风险的能力较强；
- (5) 房地产开发贷款占比小，风险较低；
- (6) 流通市值大，将来很可能成为融资融券和股指期货标的的股票。

风险因素：并购永隆银行引发潜在亏损；信用卡贷款不良率上升；2009 年 2 月末有 48 亿限售股解禁，对二级市场股价压力较大。

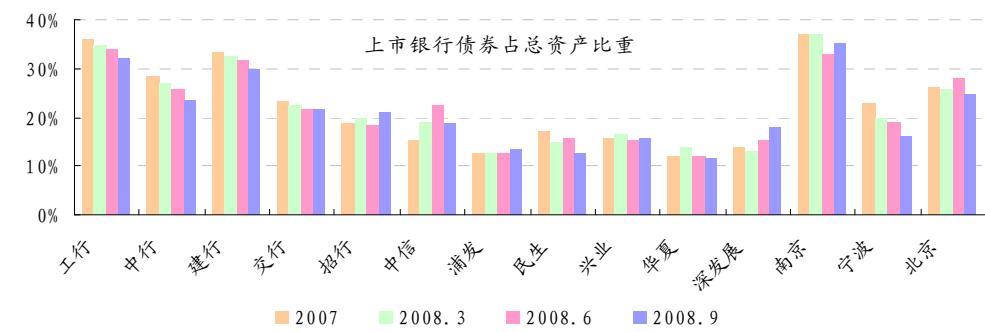
### 3.3.7. 交通银行：谨慎增持

- (1) 积极进取的综合经营战略，稳健的并购扩张；
- (2) 与汇丰卓有成效的战略合作，有利于提高公司业务开发能力；

- (3) 较完善的风险管理体系，关注类贷款下降较多。  
(4) 房地产贷款占比低，风险较小。  
(5) 资本充足率较高，持续发展潜力较大。

风险因素：非息业务增长缓慢；拨备覆盖率有待提高。

**图 34：上市银行债券占总资产比重**



资料来源：国泰君安证券研究所。

**表 16：上市银行估值与评级 (元、倍)**

公司名称	EPS			BVPS			PE			PB			评级	1年内目标价
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009		
招行	1.037	1.658	1.792	4.623	6.002	7.296	11.27	7.04	6.52	2.53	1.95	1.60	谨慎增持	16.0
浦发	1.263	2.190	2.376	6.498	6.809	8.54	12.34	5.47	5.05	2.40	1.76	1.40	谨慎增持	19.0
民生	0.438	0.583	0.629	3.466	3.186	3.753	11.91	6.88	6.38	1.50	1.26	1.07	谨慎增持	5.5
华夏	0.500	0.800	0.852	3.108	5.556	6.220	14.57	9.12	8.56	2.35	1.31	1.17	中性	10.0
深发展	1.155	1.425	1.564	5.671	6.106	7.188	10.11	6.31	5.75	2.06	1.47	1.25	谨慎增持	13.0
兴业	1.717	2.432	2.629	7.78	9.97	12.15	7.85	5.54	5.13	1.73	1.35	1.11	谨慎增持	19.0
中信	0.212	0.402	0.435	2.156	2.504	2.837	18.88	9.98	9.23	1.86	1.60	1.41	中性	5.0
交行	0.419	0.589	0.626	2.620	2.739	3.229	11.01	7.82	7.37	1.76	1.68	1.43	谨慎增持	5.8
中行	0.222	0.295	0.310	1.673	1.953	2.120	14.04	10.54	10.03	1.86	1.59	1.47	中性	3.8
工行	0.243	0.357	0.376	1.614	1.850	2.032	15.74	10.72	10.18	2.37	2.07	1.89	谨慎增持	4.7
建行	0.295	0.452	0.478	1.796	2.277	2.662	14.04	9.19	8.69	2.31	1.82	1.56	谨慎增持	5.0
南京	0.495	0.831	0.901	5.413	6.106	6.687	16.96	10.11	9.32	1.55	1.38	1.26	谨慎增持	10.8
宁波	0.380	0.583	0.630	3.209	3.646	4.031	17.77	11.59	10.73	2.11	1.85	1.68	中性	8.5
北京	0.538	0.907	0.982	4.282	5.069	5.849	14.86	8.81	8.14	1.87	1.58	1.37	中性	10.0

资料来源：国泰君安证券研究所。

**表 17: 上市银行估值水平比较**

	市盈率 PE			市净率 PB			股价 元	2007 总股本 百万股	2007 流通股 百万股	2007					
										%	%	%			
	2007	2008	2009	2007	2008	2009				不良率	覆盖率	资本充足率			
招行 A	11.3	7.0	6.5	2.53	1.95	1.60	11.68	14,705	7,244	1.54	180.4	10.67			
浦发	12.3	5.5	5.0	2.40	1.76	1.40	11.99	4,355	3,538	1.46	191.1	9.15			
民生	11.9	6.9	6.4	1.50	1.26	1.07	4.01	14,479	12,099	1.22	113.1	10.73			
华夏	14.6	9.1	8.6	2.35	1.31	1.17	7.29	4,200	1,687	2.25	109.3	8.27			
深发展	10.1	6.3	5.7	2.06	1.47	1.25	8.99	2,293	1,757	5.62	48.6	5.77			
兴业	7.9	5.5	5.1	1.73	1.35	1.11	13.48	5,000	3,980	1.15	155.2	11.73			
中信	18.9	10.0	9.2	1.86	1.60	1.41	4.01	39,033	1,785	1.48	110.0	15.27			
交行 A	11.0	7.8	7.4	1.76	1.68	1.43	4.61	48,994	2,233	2.05	95.6	14.44			
平均	13.5	8.1	7.6	1.89	1.62	1.38	.								
中行 A	14.0	10.5	10.0	1.86	1.59	1.47	3.11	253,839	6,494	3.12	108.2	13.34			
工行 A	15.7	10.7	10.2	2.37	2.07	1.89	3.83	334,019	12,065	2.74	103.5	13.09			
建行 A	14.0	9.2	8.7	2.31	1.82	1.56	4.15	233,689	9,000	2.60	104.4	12.58			
平均	15.01	10.64	10.11	2.15	1.86	1.70									
南京	17.0	10.1	9.3	1.55	1.38	1.26	8.40	1,837	630	1.79	146.9	30.95			
宁波	17.8	11.6	10.7	2.11	1.85	1.68	6.76	2,500	450	0.36	359.9	21.00			
北京	14.9	8.8	8.1	1.87	1.58	1.37	7.99	6,228	1,200	2.06	119.9	20.11			
平均	17.43	10.96	10.13	1.87	1.65	1.50									
招行 H	10.6	6.6	6.1	2.37	1.82	1.50	10.95								
交行 H	10.7	7.6	7.1	1.71	1.63	1.38	4.47								
中行 H	9.7	7.3	7.0	1.29	1.10	1.02	2.16								
工行 H	13.7	9.4	8.9	2.07	1.81	1.65	3.34								
建行 H	12.2	8.0	7.5	2.00	1.58	1.35	3.60								
中信 H	10.7	5.6	5.2	1.05	0.91	0.80	2.27								

	每股收益 (EPS, 元)			每股净资产 (BVPS, 元)			净资产收益率%			总资产收益率%		
							2007	2008	2009	2007	2008	2009
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
招行	1.037	1.658	1.792	4.623	6.002	7.296	22.42	27.63	24.56	1.16	1.55	1.65
浦发	1.263	2.190	2.376	6.498	6.81	8.54	19.43	32.17	27.84	0.60	1.15	1.03
民生	0.438	0.583	0.629	3.466	3.186	3.753	12.62	18.30	16.75	0.69	1.00	0.92
华夏	0.500	0.800	0.852	3.108	5.556	6.220	16.09	14.39	13.69	0.35	0.57	0.51
深发展	1.155	1.425	1.564	5.671	6.106	7.188	20.37	23.33	21.76	0.75	1.01	0.93
兴业	1.717	2.432	2.629	7.779	9.97	12.15	22.07	24.40	21.65	1.01	1.18	1.09
中信	0.212	0.402	0.435	2.156	2.504	2.837	9.85	16.05	15.32	0.82	1.29	1.17
平均	0.579	0.914	0.988	3.516	4.151	4.911	17.85	23.57	21.20	0.81	1.17	1.12
交行	0.419	0.589	0.626	2.620	2.739	3.229	15.98	21.51	19.38	0.98	1.18	1.09
中行	0.222	0.295	0.310	1.673	1.953	2.120	13.24	15.11	14.62	0.94	1.08	0.98
工行	0.243	0.357	0.376	1.614	1.850	2.032	15.08	19.30	18.52	0.94	1.22	1.16
建行	0.295	0.452	0.478	1.796	2.277	2.662	16.40	19.79	17.90	1.05	1.39	1.32
南京	0.495	0.831	0.901	5.413	6.106	6.687	9.15	13.60	13.47	1.20	1.65	1.53
宁波	0.380	0.583	0.630	3.209	3.646	4.031	11.86	16.00	15.63	1.26	1.54	1.37
北京	0.538	0.907	0.982	4.282	5.069	5.849	12.56	17.89	16.79	0.95	1.31	1.20

注：浦发增发预计08年内难以成行，故暂不考虑。招行、交行、中信、建行、中行、工行H股价按1: 0.88的汇率折算为人民币。资料来源：国泰君安证券研究所。

**作者简介:****伍永刚:**

1997 年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行、保险业研究。

**姜 洋:**

2007 年 1 月毕业于上海财经大学，获经济学硕士学位，金融学专业，现为金融行业研究员助理和基金服务经理。

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)