

# 静而后动 危中有机

## -2009 年银行业投资策略

### 行业评级

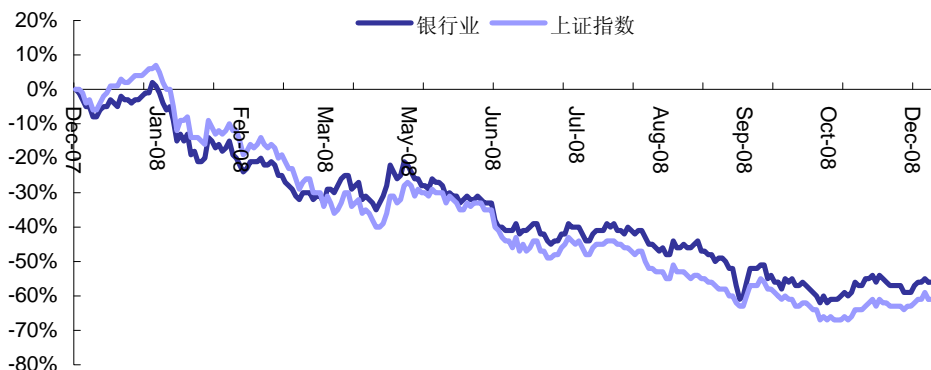
增持/ 维持评级

### 相关研究

《短可攻，长慎守》2008/09/10

- **2009 年将是极为困难的一年：**1) 业绩压力主要来自息差的快速下降，而不良抬头、中间业务高位回落，使得上述压力雪上加霜；2) 假设继续降息 108BP、不良净生成为 1.2%，09 年行业利润将下滑 7%，而主要股份制银行下滑幅度达 20-40%；3) 09 年业绩或被显著平滑，主要是费用控制和拨备调节，部分银行可能选择少提拨备、卖出浮盈债券，以及加大规模扩张力度。由于业绩压力相对更大，股份制银行业绩调节力度或将更大。
- **2010 年业绩压力或有可能减轻：**1) 宽松货币政策的影响，将主要在 09 年体现，2010 年息差的下降将放缓；2) 被透支的中间业务，经过 09 年的消化，2010 年有望恢复相对正常的增速；3) 2010 年不良率可能继续攀高，而不良净生成和风险成本则有望持稳；4) 降息的动作越快，且银行短期内对于费用和拨备的计提力度越大，则利润见底的时间越早，换言之，如果政策得宜，09 年业绩或有可能早于经济见底。
- **有别于大众的认识：**1) 宽松的货币即为重大的“非对称降息”：息差的下降，极大取决于市场利率的变化，而非存贷款利率；2) 我们的息差变动按季分解模型显示，降息的影响，将主要在 09 年 1 季度体现，而后下降趋缓，换言之，09 年 1 季度或将是净利息收入环比和同比最困难的时刻。
- **我们给予银行业 2009 年“增持”评级，建议择机逢低买入：**1) 09 年更多是盈利波动风险，而不是系统性风险，没必要大幅调低行业估值；2) 长期投资价值已逐渐显现，同时 2010 年业绩有可能站稳，09 年业绩压力或正为长期投资者提供较好的买入时机；3) 建议 1 季度暂以观望为主：息差的下降可能超越预期，而不良的开始涌现也考验着市场的承压能力。当然，估值的大幅变动或政策的超越预期可能会改变买入时点的选择；4) 从基本面看我们偏好工行、招行和北京银行。提醒关注股份银行过度调整带来交易性机会，并留意工行与建行，浦发、兴业与民生之间的套利机会。
- **风险提示：**经济持续萧条，银行爆发系统性危机，货币政策出现反复。

### 最近 52 周股价表现



分析师  
 吴松凯, CFA, FRM  
 (0755) 8249 2207  
 wusongkai@lhzq.com

助理  
 朱俊春  
 (0755) 8249 2203  
 zhujc@lhzq.com

## 目 录

业绩零增长尚有多远？ .....	3
息差和不良影响几何？ .....	4
息差下降的情景及路径分析 .....	4
息差收窄和不良上升的综合影响 .....	10
我们的判断 .....	10
其他驱动因素：正面，负面？ .....	11
中间业务压力增大，汇兑收益及公允价值变动或成重要贡献 .....	11
基于主动调节的结果，管理费用预计将实现一定程度的下降 .....	12
随着贷款利率的下调，营业税资产占比也有可能出现一定的下降 .....	12
乐观情景下，管理费用等因素或可抵消息差 17BP 的下降 .....	12
有多少业绩平滑的空间？ .....	13
业绩平滑主要来自拨备调节和费用控制，部分银行可能会选择加大规模扩张，以及卖出浮盈债券 .....	14
较高的员工收入和充足的费用蓄水池，为管理费用的调节提供了弹性 .....	14
厚实的存量拨备，为不良的新增提供了一定的缓冲 .....	14
降息周期下，大量浮盈的待售类债券可能是利润平滑的另一个手段 .....	15
投资机会：利润趋势，抑或估值？ .....	15
未来几个季度，业绩将显著走弱 .....	18
2010 年业绩压力或有可能减轻 .....	18
长期投资价值正逐渐显现 .....	19
投资时机宜在 1 季度之后 .....	19
标的选择：良好的抗压及潜在的增长 .....	19
利率风险 .....	20
信用风险 .....	21
中间业务潜力 .....	22
规模增长潜力 .....	23
公司推荐 .....	24
2009-2010 年业绩及估值分析 .....	错误！未定义书签。
非惯用指标释义 .....	28

预测 09 年银行的利润，并不是一件容易的事情，因为涉及到太多的不确定。一是实体经济调整的幅度和持续的时间，二是央行货币及利率政策的力度，三是银行应对的措施和报表的调节。

为此，盈利预测之外，我们希望能够提供更为全景式的东西，剖析各要素的可能变化，并提供各情景下的利润状况。相对直接的利润预测，这或许是我们所能提供的更有价值的东西：帮助投资者对各种意料之外的变化更了然于胸，而不是试图给出一个“水晶球”。

## 业绩零增长尚有多远？

**表 1：规模增长和 ROA 变动对于净利润的影响**

		规模增速											
		2009 年						2010 年（相对 08 年）					
		10%	12%	14%	16%	18%	20%	21%	25%	30%	35%	39%	44%
ROA 水平	0.50%	-56%	-56%	-55%	-54%	-53%	-52%	-52%	-50%	-48%	-47%	-45%	-43%
	0.55%	-52%	-51%	-50%	-49%	-48%	-48%	-47%	-45%	-43%	-41%	-39%	-37%
	0.60%	-48%	-47%	-46%	-45%	-44%	-43%	-42%	-40%	-38%	-36%	-34%	-31%
	0.65%	-43%	-42%	-41%	-40%	-39%	-38%	-38%	-35%	-33%	-31%	-28%	-26%
	0.70%	-39%	-38%	-37%	-35%	-34%	-33%	-33%	-30%	-28%	-25%	-23%	-20%
	0.75%	-34%	-33%	-32%	-31%	-30%	-29%	-28%	-25%	-23%	-20%	-17%	-14%
	0.80%	-30%	-29%	-28%	-26%	-25%	-24%	-23%	-20%	-17%	-14%	-12%	-8%
	0.85%	-26%	-24%	-23%	-22%	-20%	-19%	-18%	-15%	-12%	-9%	-6%	-3%
	0.90%	-21%	-20%	-18%	-17%	-16%	-14%	-13%	-10%	-7%	-4%	0%	3%
	0.95%	-17%	-15%	-14%	-12%	-11%	-9%	-9%	-5%	-2%	2%	5%	9%
	1.00%	-13%	-11%	-9%	-8%	-6%	-5%	-4%	0%	3%	7%	11%	14%
	1.05%	-8%	-7%	-5%	-3%	-2%	0%	1%	5%	8%	12%	16%	20%
	1.10%	-4%	-2%	0%	1%	3%	5%	6%	10%	14%	18%	22%	26%
	1.15%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	11%	15%	19%	23%	27%	32%
	1.20%	5%	7%	9%	11%	12%	14%	15%	20%	24%	28%	33%	37%
	1.26%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	21%	25%	30%	35%	39%	44%
	1.30%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	25%	30%	34%	39%	44%	49%
	1.40%	22%	25%	27%	29%	31%	33%	35%	40%	45%	50%	55%	60%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：08 年银行业 ROA 为 1.26%。

### ROA 低于 1.1%，09 年利润可能负增长

表 1 显示，在规模增长 12%-14% 的假设下，如果 ROA 低于 1.1%，则 09 年利润与 08 年相比将实现 0% 增长；如果 ROA 低于 0.9%，则 09 年利润与 08 年相比将下降 20%；如果 ROA 低于 0.55%，则 09 年利润将“腰斩”。

### ROA 低于 0.6%，10 年利润可能下降 40%

在规模相对 08 年增长 25%-30%（年复合增长 12%-14%）的假设下，如果 ROA 低于 1.0%，则 2010 年利润与 08 年相比将持平；如果 ROA 低于 0.8%，则 2010 年利润将与 08 年相比将下降 20%；如果 ROA 低于 0.6%，则 2010 年利润将与 08 年相比将下降 40%。

换言之，1.1% 的 ROA 水平，将是 09 年业绩正负增长的临界点。如果 2010 年 ROA 水平低于 0.6%，则意味着未来两年的业绩每年将下滑 20%。

现在的问题是，银行的 ROA 水平，离 1.1% 有多远，离 0.6% 又有多远？

## 息差和不良影响几何？

### 息差下降的情景及路径分析

**08 年 4 次降息，降低 09 年息差 36BP，2010 年息差 50BP**

表 2：08 年 4 次降息：09 年息差下降 36BP，2010 年息差下降 50BP								BP
	考虑按揭下浮 30%				不考虑按揭下浮 30%			
	2009 年		2010 年		2009 年		2010 年	
	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场
工行	-9	-23	-10	-40	-5	-18	-6	-36
建行	-19	-37	-22	-56	-13	-31	-16	-50
中行	-8	-29	-5	-37	-1	-22	2	-31
交行	-21	-43	-22	-52	-17	-39	-18	-48
招行	-36	-70	-37	-81	-29	-64	-30	-75
中信	-36	-66	-34	-73	-32	-62	-30	-69
浦发	-29	-46	-38	-64	-23	-40	-32	-58
民生	-35	-45	-30	-48	-29	-40	-25	-42
兴业	-34	-52	-41	-69	-25	-43	-32	-60
华夏	-10	-25	-10	-31	-7	-22	-7	-28
深发展	-20	-43	-16	-49	-10	-33	-6	-39
北京	-10	-30	-26	-57	-8	-28	-23	-55
南京	-11	-17	-16	-39	-9	-14	-13	-37
宁波	-26	-21	-33	-38	-20	-15	-27	-32
合计	-18	-36	-18	-50	-12	-30	-13	-44

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：假设市场利率下降 185BP。

表 3：08 年 4 次降息：主要影响将在 09 年 1 季度体现									BP
	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
工行	-3	-14	-19	-24	-34	-37	-39	-40	-45
建行	-4	-24	-32	-39	-52	-54	-54	-54	-60
中行	-5	-26	-27	-27	-35	-35	-35	-35	-43
交行	-10	-37	-41	-43	-52	-53	-51	-49	-55
招行	-16	-60	-68	-71	-82	-83	-80	-77	-86
中信	-19	-61	-66	-65	-73	-75	-72	-68	-76
浦发	-6	-30	-40	-50	-65	-63	-62	-61	-70
民生	-12	-47	-46	-41	-48	-47	-45	-43	-55
兴业	-5	-38	-46	-53	-70	-69	-67	-64	-76
华夏	-6	-21	-22	-22	-33	-30	-28	-27	-39
深发展	-6	-40	-41	-41	-50	-47	-46	-46	-56
北京	-1	-5	-21	-37	-59	-58	-55	-53	-63
南京	-1	-6	-11	-16	-36	-33	-34	-35	-55
宁波	3	-8	-14	-22	-41	-34	-33	-33	-51
合计	-6	-27	-32	-36	-46	-48	-48	-48	-54

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：假设市场利率下降 185BP。

如果不考虑市场利率的变化，08 年的几次利率调整，降低 09 年和 2010 年息差 18BP。如果考虑市场利率随之下滑的 125BP，则累计降低 09 年息差 36BP，2010 年息差 50BP。（见表 2）

值得一提的是，本文息差定义与传统定义略有不同，具体定义及原因详见第八部分“非惯用指标释义”。

### 息差的变化, 极大依赖于市场利率的变化

从中, 我们可以看到以下两点: 1) 息差的变化, 很大程度取决于市场利率的变化, 而不仅是存贷款利率本身的变化; 2) 几次利率调整, 将主要在 09 年发生作用, 2010 年之后影响趋弱。

### 08 年降息的影响, 主要体现在 09 年 1 季度

为更好的分析息差变化, 我们把几次降息的影响分解到了每个季度。如表 6 显示, 08 年的 4 次降息, 其主要体现最为明显的将是 09 年的 1 季度, 息差的下降幅度达 27BP, 而之后息差的下降则变得相对平稳。

### 09 年 1 季度, 或是最困难的时刻

换言之, 在 08 年息差逐季下降的情况下, 如果没有其他因素使得 09 年 2-4 季度息差的下降幅度显著超过 1 季度, 则 09 年 1 季度将是净利息收入环比和同比下降最为显著的时刻。

**未来对称降息 108BP, 2010 年息差下降 11BP, 09 年影响取决于降息路径**

表 4: 未来降息影响: 2010 年取决于降息幅度, 09 年依赖于降息路径								BP
	08 年底		09 年 2 季度		09 年 3 季度		09 年 4 季度	
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
工行	-0.9	-0.7	3.2	-1.1	2.2	-1.1	1.0	-1.0
建行	-6.8	-8.9	0.3	-9.0	0.6	-8.7	0.5	-8.0
中行	1.8	5.1	6.4	4.8	3.9	4.3	1.5	3.4
交行	-7.3	-7.8	-1.8	-8.0	-0.9	-8.1	-0.1	-8.0
招行	-9.5	-10.0	-1.3	-10.1	-0.5	-10.3	0.3	-10.4
中信	-15.4	-14.2	-8.4	-14.5	-5.4	-15.1	-1.8	-16.1
浦发	-8.8	-15.9	0.2	-15.9	1.2	-14.6	0.8	-12.0
民生	-11.7	-8.2	-4.5	-8.5	-3.1	-9.4	-1.0	-11.0
兴业	-11.7	-16.3	-0.5	-16.2	0.3	-15.3	0.4	-13.7
华夏	-0.4	1.2	1.8	1.1	1.1	0.8	0.5	0.2
深发展	-0.8	4.1	6.9	3.8	4.0	2.9	1.6	1.5
北京	-3.7	-15.3	1.9	-15.0	2.7	-12.8	1.5	-8.4
南京	-3.6	-6.4	0.2	-6.4	0.6	-5.9	0.5	-4.9
宁波	-7.2	-12.5	0.7	-12.5	1.3	-11.5	0.8	-9.6
合计	-4.8	-4.9	1.2	-5.1	0.9	-5.2	0.6	-5.1

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

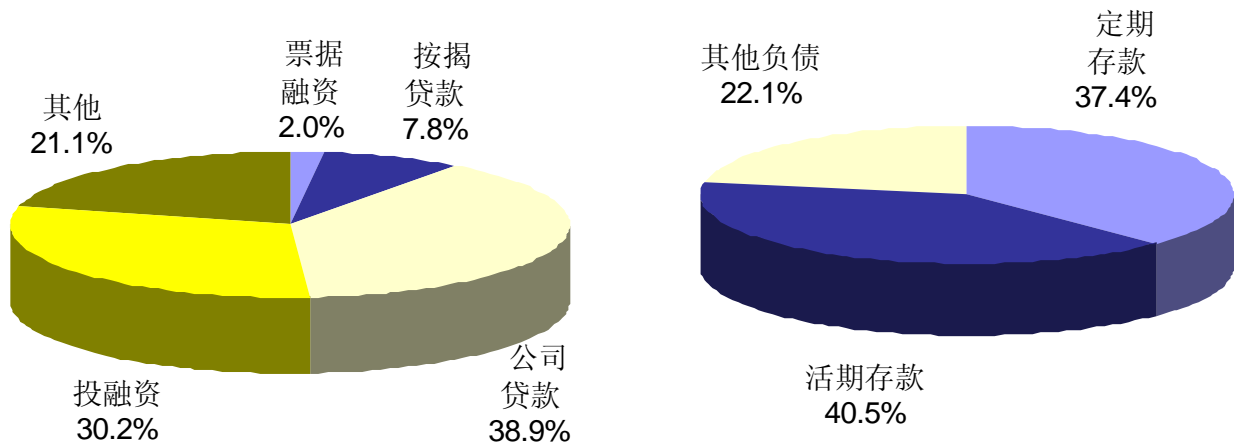
说明: 假设存贷款利率下调 108BP。

表 5: 未来降息影响: 市场利率的变动仍是主要影响								BP
	08 年底		09 年 2 季度		09 年 3 季度		09 年 4 季度	
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
工行	-1.8	-7.4	2.8	-6.4	2.2	-5.1	1.2	-3.5
建行	-9.4	-17.4	-1.1	-16.5	0.0	-14.9	0.4	-12.5
中行	-2.1	-3.2	3.8	-2.6	2.4	-2.2	1.1	-2.0
交行	-11.3	-15.4	-4.3	-15.1	-2.3	-14.5	-0.5	-13.6
招行	-15.0	-20.6	-4.5	-20.2	-2.1	-19.5	0.2	-18.3
中信	-21.3	-24.2	-12.2	-24.1	-7.4	-24.0	-2.2	-24.0
浦发	-13.3	-23.7	-2.7	-23.0	-0.5	-21.1	0.2	-17.7
民生	-12.7	-11.8	-5.1	-11.5	-3.4	-11.9	-1.0	-13.0
兴业	-11.8	-21.1	0.0	-20.2	1.0	-18.5	1.0	-15.7
华夏	-2.2	-3.4	0.9	-3.0	0.6	-2.8	0.5	-2.7
深发展	-5.7	-5.0	3.8	-4.6	2.3	-4.7	1.1	-5.1
北京	-8.2	-24.5	-0.8	-23.6	1.3	-20.4	1.0	-14.7
南京	-4.1	-12.6	0.4	-10.9	0.8	-9.0	0.5	-6.6
宁波	-5.7	-13.7	2.4	-12.6	2.3	-11.0	1.1	-8.4
合计	-7.4	-12.4	-0.4	-11.7	0.2	-10.7	0.5	-9.3

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

说明: 假设存贷款利率下调 108BP, 并带动市场利率下降 60BP

图 1、占总资产 30%，导致投融资业务利率变化影响重大



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

#### 2010 年影响取决于降息幅度，09 年影响取决于降息路径

假设未来还有 4 次降息，存贷款利率均下调 108BP。如果不考虑市场利率随之下滑，如表 4 所示，则：1) 2010 年影响大约 5BP，各种路径下影响差异较小；2) 09 年的影响取决于降息路径，如果 08 年底之前一步调整到位，则 09 年影响为 5BP；如果 09 年才开始调整，则 09 年的影响几乎可以忽略。

#### 市场利率的变动仍是主要影响

如果考虑市场利率随之下滑 60BP，如表 5 所示，则：1) 2010 年影响大约 12BP，其中市场利率的变化额外贡献了 7P；2) 09 年的影响同样取决于降息的路径，如果 08 年底之前一步调整到位，则 09 年影响 7BP；如果 09 年才开始调整，则 09 年的影响几乎可以忽略。

#### 短期内降息一步到位，业绩越能尽早见底

从中，我们可以看到：1) 对称降息下，息差的变化极大程度取决于市场利率的变化；2) 09 年息差的下降幅度，除了受政策力度的影响，也受政策路径的影响。如果短期内利率调整一步到位，业绩越能尽早见底。

#### 宽松的货币，本身就是重大的非对称降息

值得一提的是，市场利率的变化，除了受存贷款利率的影响，也受货币政策宽松程度的影响。因此，宽松的货币政策，本身就是极大的非对称性降息。如图 1 所示，投融资业务与贷款之比约为 60%，投融资利率 200BP 的下降，相当于贷款利率 130BP 的非对称性下调。



累计降息影响：09 年息差下降至 2.53%，2010 年息差下降至 2.32%

**表 6：降息影响合计：09 年息差下降 36BP，2010 年息差下降 61BP**

**BP**

	考虑按揭下浮 30%				不考虑按揭下浮 30%			
	2009 年		2010 年		2009 年		2010 年	
	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场
工行	-6	-20	-11	-47	-3	-17	-8	-44
建行	-18	-38	-31	-72	-14	-34	-27	-68
中行	-1	-25	0	-40	3	-20	5	-35
交行	-23	-47	-30	-67	-20	-44	-27	-64
招行	-37	-75	-47	-102	-33	-70	-42	-97
中信	-44	-79	-48	-97	-41	-76	-45	-94
浦发	-28	-49	-54	-87	-24	-44	-50	-83
民生	-40	-50	-39	-59	-35	-46	-35	-55
兴业	-35	-52	-57	-89	-28	-45	-50	-83
华夏	-8	-24	-9	-34	-6	-22	-7	-32
深发展	-13	-39	-12	-53	-6	-32	-5	-46
北京	-9	-31	-41	-81	-7	-29	-39	-79
南京	-11	-17	-22	-50	-9	-15	-20	-48
宁波	-25	-19	-46	-50	-21	-15	-42	-46
合计	-16	-36	-24	-61	-12	-32	-20	-57

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：存贷款利率再下调 108BP，市场利率累计下调 245BP

**表 7：如果利率恢复 02 年水平：息差 09 年下降 34BP，2010 年下降 48BP**

**BP**

	考虑按揭下浮 30%				不考虑按揭下浮 30%			
	2009 年		2010 年		2009 年		2010 年	
	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场	存贷款	考虑市场
工行	-6	-20	-2	-36	-2	-17	1	-33
建行	-16	-36	-17	-56	-11	-31	-12	-51
中行	-3	-26	3	-34	3	-20	9	-28
交行	-18	-42	-17	-51	-15	-39	-13	-48
招行	-35	-72	-35	-87	-29	-67	-29	-81
中信	-34	-68	-29	-74	-31	-65	-26	-71
浦发	-25	-44	-34	-63	-20	-39	-29	-58
民生	-31	-42	-23	-42	-26	-37	-18	-37
兴业	-32	-51	-39	-72	-24	-44	-31	-64
华夏	-6	-22	-1	-25	-4	-20	2	-23
深发展	-13	-39	-4	-42	-5	-30	5	-33
北京	-7	-29	-23	-59	-5	-27	-21	-57
南京	-9	-15	-12	-38	-7	-13	-10	-35
宁波	-23	-18	-30	-34	-18	-13	-25	-29
合计	-14	-34	-12	-48	-10	-29	-8	-43

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：存贷款利率恢复到 2002 年水平，市场利率累计下调 215BP

**表 8：存贷款基准利率**
**%**

	贷款基准利率					存款基准利率				
	当前	假设情景	空间	最低	最高	当前	假设情景	空间	最低	最高
活期						0.36	0.36	-0.36	0.72	0.72
三个月						1.98	0.90	-0.81	1.71	3.33
半年	5.04	3.96	-1.08	5.04	6.57	2.25	1.17	-0.72	1.89	3.78
一年	5.58	4.50	-0.81	5.31	7.47	2.52	1.44	-0.54	1.98	4.14
一至三年	5.67	4.59	-0.90	5.49	7.56	3.06	1.98	-0.27	2.25	4.68
三至五年	5.94	4.86	-0.72	5.58	7.74	3.60	2.52	0.00	2.52	5.40
五年以上	6.12	5.04	-0.72	5.76	7.83	3.87	2.79	0.00	2.79	5.85

数据来源：人民银行，联合证券研究所。

说明：空间指假设情景和原最低利率的差异。

考虑未来降息 108BP, 加上已有的几次降息, 09 年息差总共下降 36BP, 2010 年息差总共下降 61BP, 即息差水平将由当前的 2.88% 下降到 09 年的 2.52%, 2010 年的 2.27%, 分别低于 05 年息差水平 (2.51%) 1BP 和 26BP。

工行、建行、中行约有 1.5 万亿重组债券最近两年陆续到期, 如果考虑其潜在影响, 则 09 年和 2010 年息差分别提高 1BP 和 5BP, 至 2.53% 和 2.32%。

如果存贷款利率最终恢复到 2002 年的原有水平, 而不是我们假象的状态, 则 09 年息差下降 34BP, 2010 年息差下降 48BP, 息差水平分别下降到 2.54% 和 2.45%。

### 其他相关因素探讨

负面因素包括：大幅度的非对称性降息、贷款议价能力的下降、存款的定期化。

正面因素则可能包括法定准备金的下调、按揭政策的调整、以及存款相对于贷款利率的非对称性下调。

**非对称性下调贷款利率的可能性较小, 或有可能非对称性下调存款利率**

1) 非对称性下调贷款利率的可能性较小, 或有可能非对称性下调存款利率。在当前投资及消费意愿持续下降, M2 持续快于 M1 增长的情况下, 央行似乎没有理由下调贷款利率而保护存款利率, 让“穷人”借钱而鼓励“富人”存钱。我们判断, 在通胀压力明显消失之后, 或有可能对存款利率进行非对称性下调, 一方面为了保护银行利差, 一方面也为了刺激投资和消费。

**法定存款准备金可能会较大幅度下调, 但影响可能偏中性**

2) 法定存款准备金可能会较大幅度下调, 但影响可能偏中性。释放的法定准备金, 投向很可能是为本次积极财政政策而发行的国债, 由于市场利率已大幅下滑, 从法定准备金转移到国债的超额收益有限, 同时, 大量增加的超额准备金将极大抵消这部分收益。

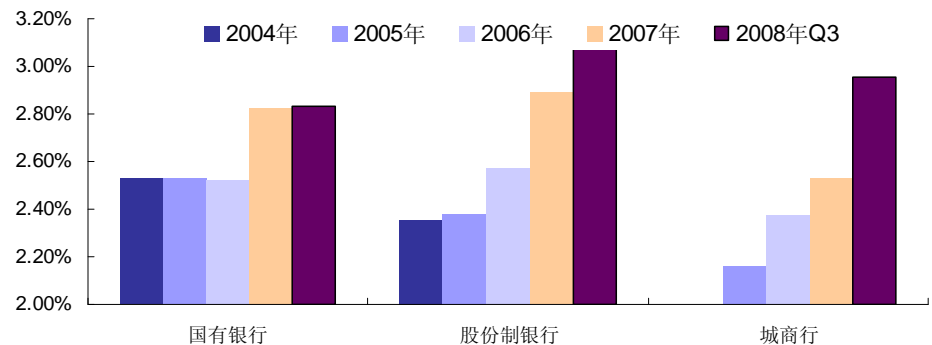
**银行的“奶酪”, 或仍将一定程度受到保护**

3) 银行的“奶酪”, 或仍将一定程度受到保护。在当前国际金融市场极为动荡的情况下, 银行体系的安全显然是一个重要的政策变量, 在这种情况下, 银行的“奶酪”或许不会被过分攫取, 或者通过利差保护, 或者通过其他的政策 (如不良贷款拨备的税前全额抵扣, 营业税的下调甚至取消)。



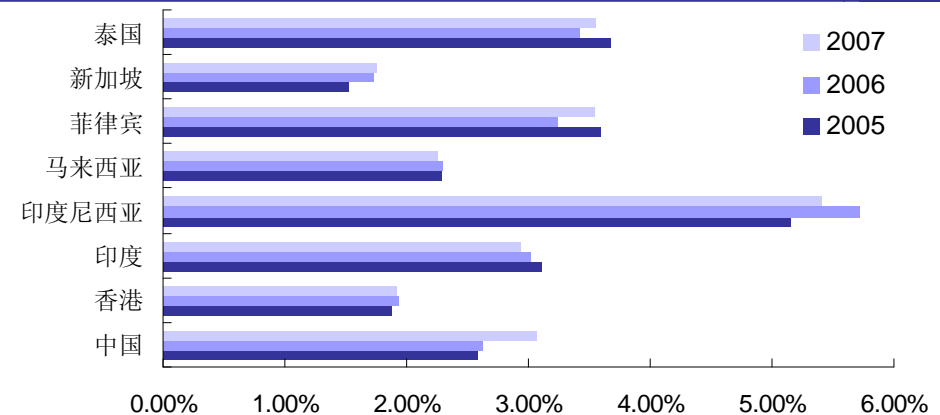
息差可能最终落在 2.1%-2.4%之间

图 2：我国历年银行息差水平



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

图 3：亚洲各国家（地区）银行息差水平



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

最终息差水平可能落在 2.1%-2.4%之间

息差的影响，将主要来自市场利率的下滑

息差将在接下来 2 个季度迅速下降，之后趋缓

1) 最终的息差水平，可能会落在 2.1%-2.4%之间，低于加息前 10-40BP，同时与一些已利率市场化的国家可比，低于其他实行管制利率的国家。

2) 息差的影响，将主要来自市场利率的下滑。原因是，对称降息下，存贷款利率下降本身引起的息差下降幅度有限，而同时，相比对贷款利率的单方面非对称性下调，后续的降息，更有可能是对于存款利率的非对称性下调。

3) 息差将在接下来 2 个季度迅速下降，之后下降趋缓（如表 3 所示）。原因是，近期的降息和宽松的货币，将主要在接下来的几个季度发生作用；按揭下浮比例的调整，也将在 09 年 1 季度集中体现。

## 息差收窄和不良上升的综合影响

**表 9：各种息差及风险成本情境下的 ROA 水平**

不良净生成		风险成本		息差							
全额抵税	不抵税	全额抵税	不抵税	2.88%	2.68%	2.58%	2.48%	2.38%	2.28%	2.18%	2.08%
1.1%	0.8%	0.9%	0.72%	1.52%	1.37%	1.30%	1.22%	1.15%	1.07%	1.00%	0.92%
1.3%	1.0%	1.0%	0.85%	1.36%	1.21%	1.14%	1.06%	0.99%	0.91%	0.84%	0.76%
1.5%	1.2%	1.2%	0.98%	1.27%	1.12%	1.04%	0.97%	0.89%	0.82%	0.74%	0.67%
1.7%	1.3%	1.3%	1.04%	1.24%	1.09%	1.01%	0.94%	0.86%	0.79%	0.71%	0.64%
2.1%	1.6%	1.6%	1.24%	1.14%	0.99%	0.91%	0.84%	0.76%	0.69%	0.61%	0.54%
2.5%	1.9%	1.8%	1.44%	1.04%	0.89%	0.81%	0.74%	0.66%	0.59%	0.51%	0.44%
2.9%	2.2%	2.1%	1.64%	0.94%	0.79%	0.71%	0.64%	0.56%	0.49%	0.41%	0.34%
3.3%	2.5%	2.4%	1.84%	0.84%	0.69%	0.61%	0.54%	0.46%	0.39%	0.31%	0.24%
3.7%	2.8%	2.6%	2.04%	0.74%	0.59%	0.51%	0.44%	0.36%	0.29%	0.21%	0.14%
4.1%	3.1%	2.9%	2.24%	0.64%	0.49%	0.41%	0.34%	0.26%	0.19%	0.11%	0.04%
4.5%	3.4%	3.2%	2.44%	0.54%	0.39%	0.31%	0.24%	0.16%	0.09%	0.01%	-0.06%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、假设新增不良的拨备计提率为 65%。

**不良净生成率 1.2%，息差 2.68%，09 年利润可能 0%增长**

表 9 显示，在其他条件与 08 年 3 季度相同的情况下（具体假设见第三部分“其他驱动因素：正面，负面？”），如果不良净生成率为 1.2%，只要 09 年息差下降到 2.68%（比 08 年 3 季度下降 20BP），则 ROA 将达到 1.1%（1.12%），09 年利润将实现 0%增长。

**不良净生成率 1.2%，息差 2.37%，09 年利润可能下降 20%**

如果 09 年息差下降到 2.38%（比 08 年 3 季度下降 50BP），则 ROA 将低于 0.9%（0.89%），09 年利润将下降-20%；如果 2010 年息差下降到 2.08%（比 08 年 3 季度下降 80BP），则 ROA 将低于 0.7%（为 0.71%），09 年利润将实现-40%增长。

**亏损的临界点：不良净生成率 3.4%，息差 2.07%**

如果息差下降到 2.08%（04-06 年息差水平大概为 2.5%），而同时不良净生成率超过 3.4%（08 年存量不良贷款余额的 1.5 倍），则银行业有可能出现整体亏损。当然，如明年能给予拨备税前全额抵扣的优惠，则对应的亏损临界点为息差 2.08%，不良净生成率 4.5%，抗风险能力有较大幅度的提高。

### 我们的判断

**09 年息差水平可能落在 2.3%-2.5% 之间，2010 年可能落在 2.1%-2.3% 之间**

**关于息差问题：**09 年息差水平有可能落在 2.3%-2.6% 之间，而 2010 年息差水平则有可能落在 2.1%-2.4% 之间，即 09 年比 08 年下降 30-60BP（比加息前下降 10-20BP），2010 年比 08 年下降 50-80BP（比加息前下降 10-40BP）。理由如下：1）根据当期情况，息差最终低于加息前的水平，应是合理预期；2）基于前面的判断，我们预计息差低于加息前 40BP 以上的可能性也较小。

**不良净生成率的假设是 1%-1.2%，对应 0.85%-0.98% 的风险成本**

**关于不良问题：**我们的中性假设是不良净生成率 1%-1.2%，即对应 0.85%-0.98% 的风险成本。3 季度 1.04% 的风险成本，大致对应 1.3% 的不良净生成率。1.2% 不良净生成的假设不算乐观，不过却不能排除实际情况超出我们预期的可能，毕竟明年的实体经济糟糕到什么程度，只有到了那时候才知道。

**关于 09 年业绩：**在不良净生成率为 1.2%，09 年利润负增长几成事实，因为在几次降息及宽松货币的环境下，息差的下降少于 20BP 的可能性极小。不过，其他一些因素也将起着变化，正如我们将在第三和第四部分的分析中看到的，费用的控制和拨备的调节，将是抵消当期利润下降的两个最主要因素。当然，政策

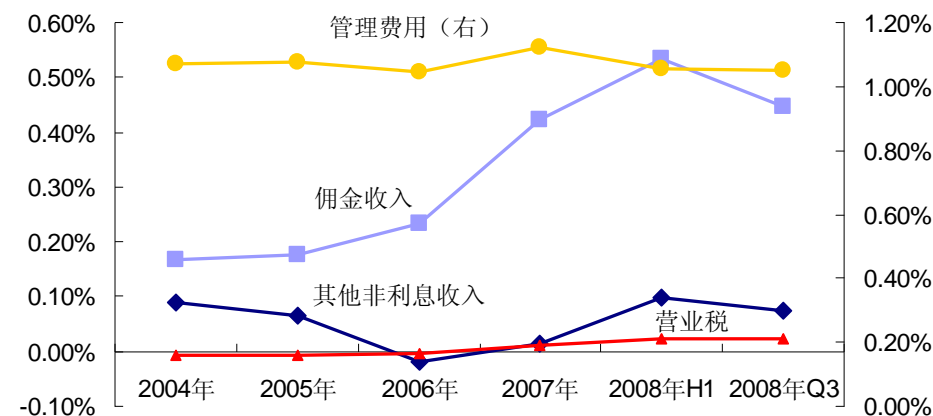
的利好（如下调活期存款利率、拨备的税前全额抵扣、取消或下调营业税）和经济的好于预期，则属于意料外的“惊喜”。

## 其他驱动因素：正面，负面？

表 10：非利息收入、管理费用及营业税的敏感性情景分析						
情景	假设	资产占比变动	ROA 变动	相当于息差变动	相当于不良新增*	相当于不良新增**
基准情景	非利息收入增长 10%，资产占比 0.52%	—	0.390%	0.520%	1.200%	1.600%
	管理费用资产占比 1.05%	—	0.788%	1.050%	2.423%	3.231%
	营业税资产占比 0.21%	—	0.158%	0.210%	0.485%	0.646%
敏感性	非利息收入增幅变动 10%	0.047%	0.035%	0.047%	0.108%	0.144%
	管理费用占比变动 10%	0.105%	0.079%	0.105%	0.242%	0.323%
	营业税占比变动 10%	0.021%	0.016%	0.021%	0.048%	0.065%
悲观情景	非利息收入零增长	0.050%	0.038%	0.050%	0.115%	0.154%
	管理费用增长 15%	0.050%	0.038%	0.050%	0.115%	0.154%
乐观情景 1	非利息收入增长 20%	0.040%	0.030%	0.040%	0.092%	0.123%
	管理费用零增长	0.100%	0.075%	0.100%	0.231%	0.308%
	营业税下降 14%	0.030%	0.023%	0.030%	0.069%	0.092%
乐观情景 2	营业税取消	0.210%	0.158%	0.210%	0.485%	0.646%
	拨备税前全额抵扣	0.093%	0.070%	0.093%	N/A	0.286%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。  
说明：1、\*不考虑拨备抵税；\*\*假设拨备全额抵税。

图 4：非利息收入、管理费用及营业税历年变化（占平均资产）



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

上述关于 ROA 的敏感性分析中，其他几个要素的假设（占资产之比）如下：非利息收入 0.52%，管理费用 1.05%，营业税 0.21%，即与 08 年 3 季度的水平一致。

## 中间业务压力增大，汇兑收益及公允价值变动或成重要贡献

假设非利息收入占资产之比，由 08 年前 3 季度的 0.61% 下降全年的 0.57%，09 年进一步下降到 0.52%，增速低于规模 5 个点。09 年的不利因素主要有：代理及受托业务可能难以增长，而融资顾问业务则可能出现下降。09 年的有利因素则是：卡类消费预计仍将保持快于规模增长，升值趋势改变带来的汇兑损失减少

甚至汇兑收益，以及降息周期下可能的公允价值变动收益。

由于汇兑损益及公允价值变动收益 09 年预计将有明显改善，因此虽然手续费收入增长乏力，整个非利息收入保持个位数以上增长的可能性仍较大。

### 基于主动调节的结果，管理费用预计将实现一定程度的下降

假设管理费用占资产的比为 1.05%，低于 07 年 1.13% 的水平，略高于 08 年前 3 季度 1.04% 的水平，但与 06 年的水平大致相同。我们预计，如果其他驱动要素变得更糟，该项费用仍有进一步下降的空间。如果保持费用 0% 增长，则该指标下降到 0.95% 的。

### 随着贷款利率的下调，营业税资产占比也有望出现一定的下降

假设营业税占资产的比为 0.21%，与今年 3 季度持平，但高于 04-06 年各年水平。由于在降息周期下，单位资产的营业毛收入将呈下降趋势，因此实际的营业税占比应当低于我们的假设，换言之，营业税可能是另一个 ROA 的贡献因子。

### 乐观情景下，管理费用等因素或可抵消息差 17BP 的下滑

敏感性分析显示，非利息收入增速变动 10%，对于 ROA 的影响为 3.5BP，相当于息差 4.7BP 的变化，或者不良 10.8BP 的变化；管理费用占比变动 10%，对于 ROA 的影响为 7.9BP，相当于息差 10.5BP 的变化，或者不良 24BP 的变化；营业税占比变动 10%，对于 ROA 的影响为 1.6BP，相当于息差 2.1BP 的变化，或者不良 4.8BP 的变化。

#### 悲观情景，降低 ROA 7.5BP

悲观情景，非利息收入增速为 0%（即占资产之比下降为 0.47%），管理费用增长 15%（即占资产之比上升为 1.1%），则 ROA 将降低 7.5BP，相当于息差缩小 10BP，或不良增加 23BP。

#### 乐观情景，提高 ROA13BP

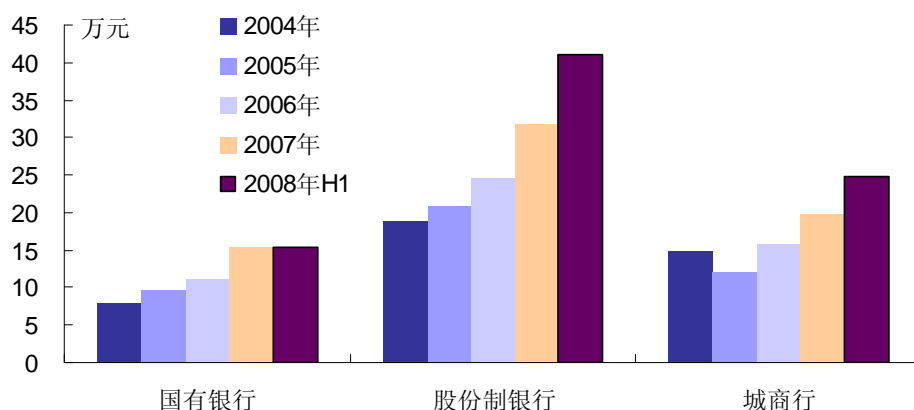
乐观情景 1，非利息收入增长达 20%，管理费用保持 0% 增长，营业税占比下降 0.03% 至 0.18%，则 ROA 将提高 13BP，相当于息差扩大 17BP，或不良下降 39BP。

#### 营业税取消和拨备税前 全额抵扣，提高 ROA28BP

乐观情景 2，1）如果明年营业税取消（当然，我们对此并不抱有太大期望），将提高 ROA15.8BP，相当于息差扩大 21BP，或不良下降 42BP；2）如果明年允许银行不良贷款拨备税前全额抵扣，将提高 ROA7BP，相当于息差扩大 9.3BP，或不良下降 28.6BP，不良对于利润的影响将在前面分析的基础上下降 25%，或者说，对于不良的抵御能力将增加 33%。

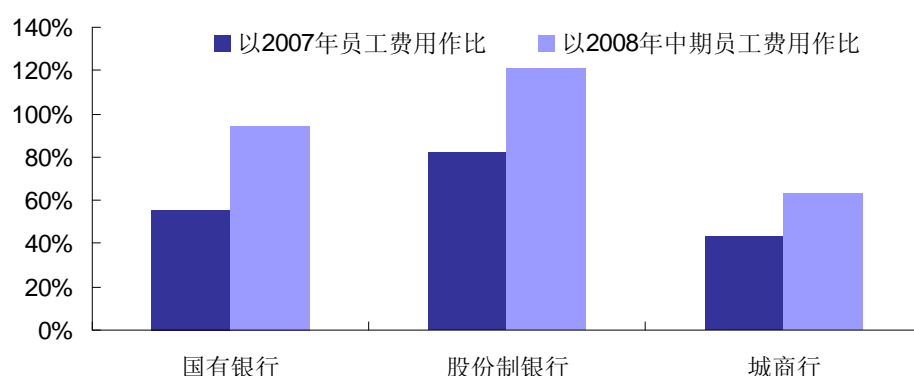
## 有多少业绩平滑的空间？

图 5：人均费用较高，且增长迅速



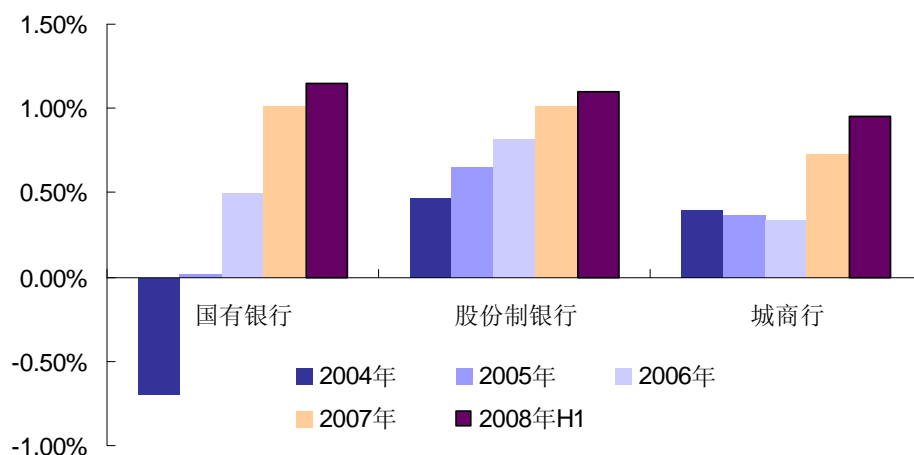
数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。  
说明：\*城商行含北京银行；\*\*08年H1为年化数字。

图 6：预提的应付员工薪酬相当于半年的员工费用



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

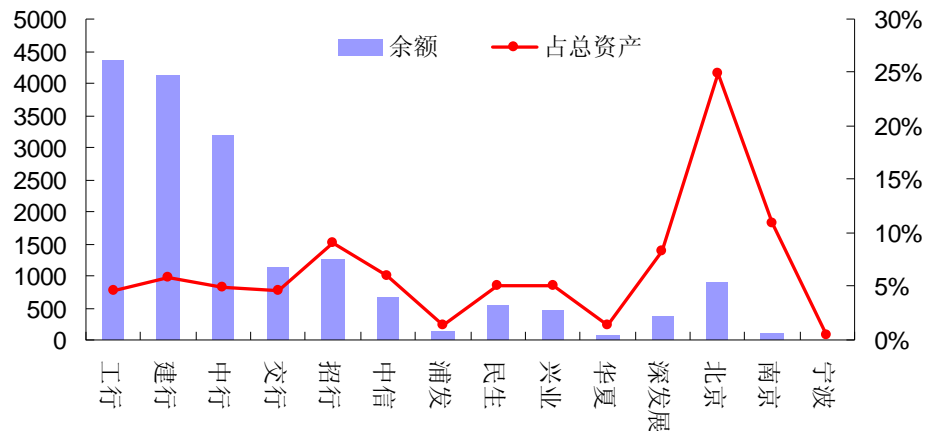
图 7：正常贷款拨备计提率较高，为新增不良提供了一定缓冲



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。  
说明：正常贷款拨备计提率定义请详见第八部分“非惯用指标释义”

图 8：大量人民币待售类债券，是利润调节的又一个手段

亿元



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

可以预见的是，未来两年，银行必将加大业绩的平滑力度，以避免利润的过大幅度波动。

### 业绩平滑主要来自拨备调节和费用控制，部分银行可能会选择加大规模扩张，以及卖出浮盈债券

平滑可能会来自以下几个方面：1) 加大 08 年拨备和费用计提力度，一来可以减少 08 年利润从而减少 09 年利润负增长的压力，二来则可以为 09 年的拨备和费用增加储备；2) 加大 09 年不良贷款核销的力度，一来可以减少当期的所得税支出，二来则可以降低不良率上升的幅度；3) 加强 09 年管理费用的控制；4) 动用原有的存量拨备和费用蓄水池；5) 将应计提的拨备推迟到 2010 年之后；6) 卖出浮盈的待售类债券；7) 加大规模扩张和结构调整力度。

### 较高的员工收入和充足的费用蓄水池，为管理费用的调节提供了弹性

正如我们前面讨论的，09 年管理费用的增长，可能会相对规模增速显著下降。对于费用控制弹性的判断来自：1) 目前银行人均收入较高，且近几年来增长迅速。人均费用几年来上涨了将近 1 倍，股份制银行人均收入普通在 30 万以上，国有银行也达 15 万以上，10-20 倍于我国的人均可支配收入。2) 各银行普遍建立了费用蓄水池，08 年 3 季度的应付员工薪酬大约相当半年的员工费用。

### 厚实的存量拨备，为不良的新增提供了一定的缓冲

08 年 6 月份，银行正常贷款的拨备计提率（见第八部分“本文首次使用指标释义”）为 1.14%，如果考虑 65% 的不良损失率，大约可以抵御 1.75% 的新增不良。下半年，该比例将继续上升，特别是 4 季度，预计各行的拨备计提力度将进一步加大。当然，我们并不希望看到 09 年大量动用存量拨备，这将极大降低 2010 年甚至之后抵御风险的能力。我们更不希望看到，部分银行 09 年将应计提的拨备往后推延，这将大大增加之后业绩向好的难度。



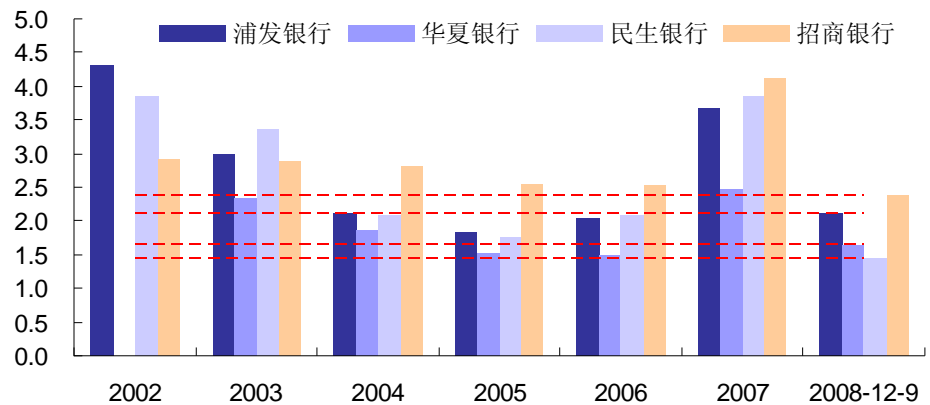
## 降息周期下，大量浮盈的待售类债券可能是利润平滑的另一个手段

表 6 显示，除浦发、华夏和宁波行外，其他各行持有的人民币待售类债券占总资产的比例都在 5% 以上，北京行和南京行达到了 25% 和 11%。在持续的降息周期下，待售类债券的浮盈将为银行利润的平滑提供又一个手段。当然，这也不是我们乐于见到的，无非是将 09 年之后应得的一部分利息收入提前兑现而已。

## 投资机会：利润趋势，抑或估值？

图 9：纵向看，当前 PB 水平处于历史低位

倍

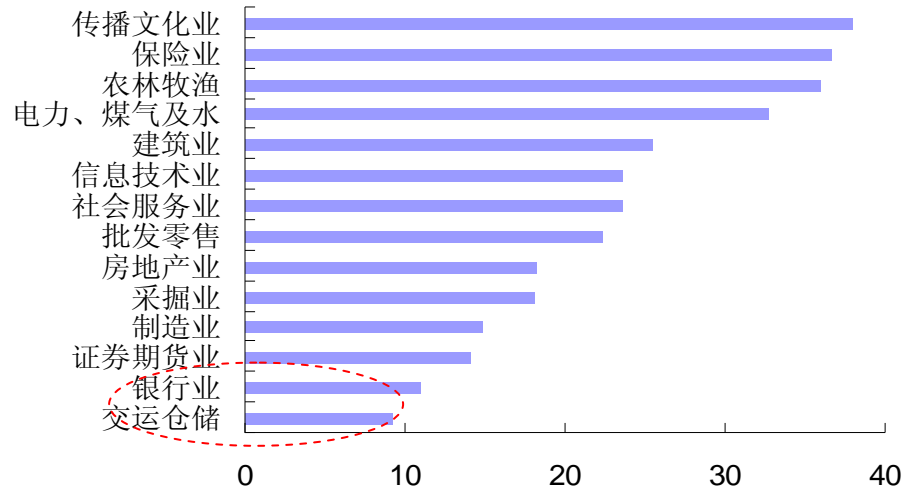


数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、02-07 年数据为当年最低 PB；2、PB 的计算采用前三季度净资产值。

图 10：横向看，PE 与其他行业相比有一定的折价

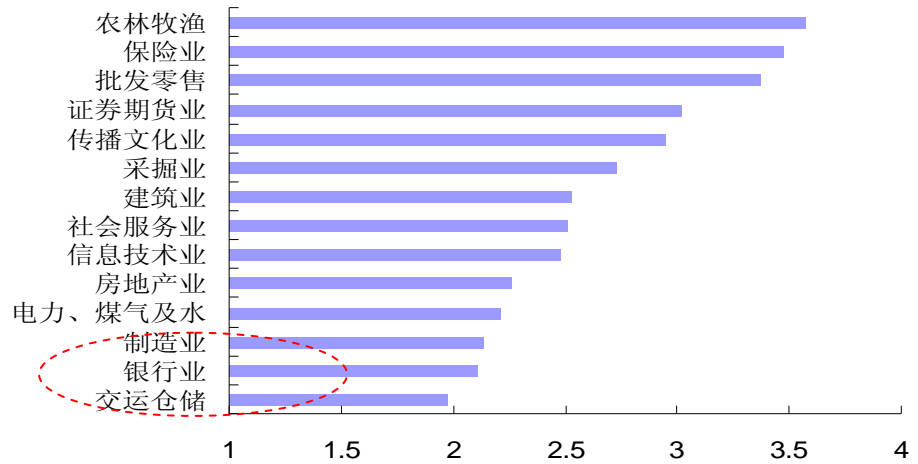
倍



数据来源：Wind，2008-12-9。整体法，财务数据前推 12 个月计算。

图 11：横向看，PB 与其他行业相比也有一定折价

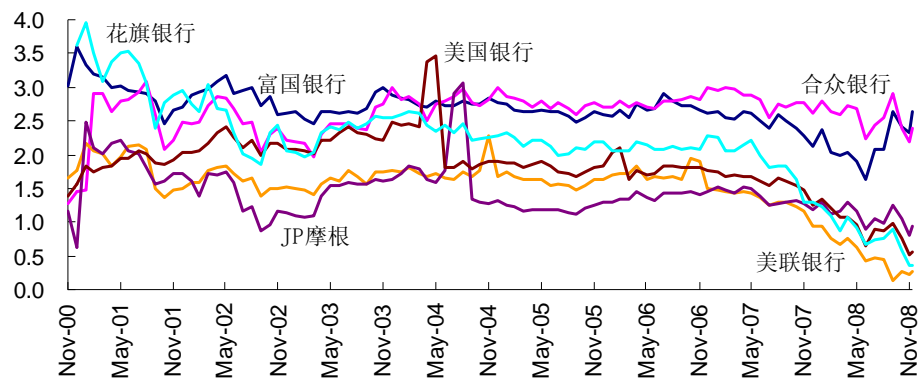
倍



数据来源：Wind，2008-12-9。整体法，财务数据采用最新报告期计算。

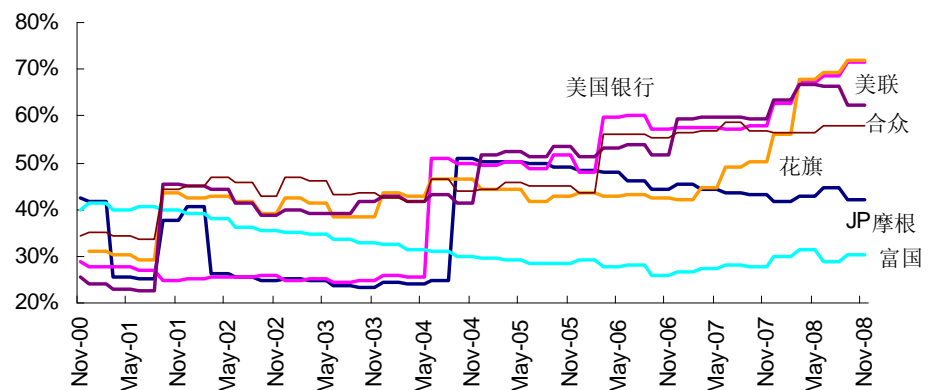
图 12：上一次危机中，美国主要银行 PB 水平大致在 1.5-3 倍之间

倍



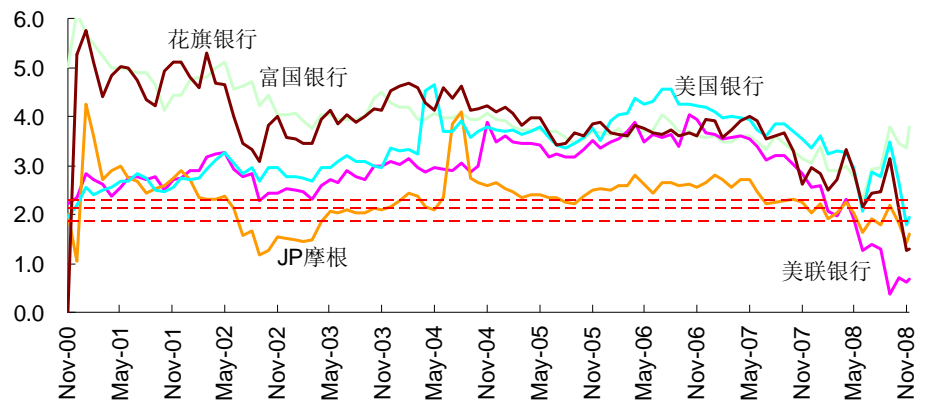
数据来源：Bloomberg，联合证券研究所。

图 13：美国主要银行均有较高比例的无形资产



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所。

图 14: 剔除无形资产, 美国主要银行在当前面临系统性危机的情况下, PB 水平仍多在 1 倍以上



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所。

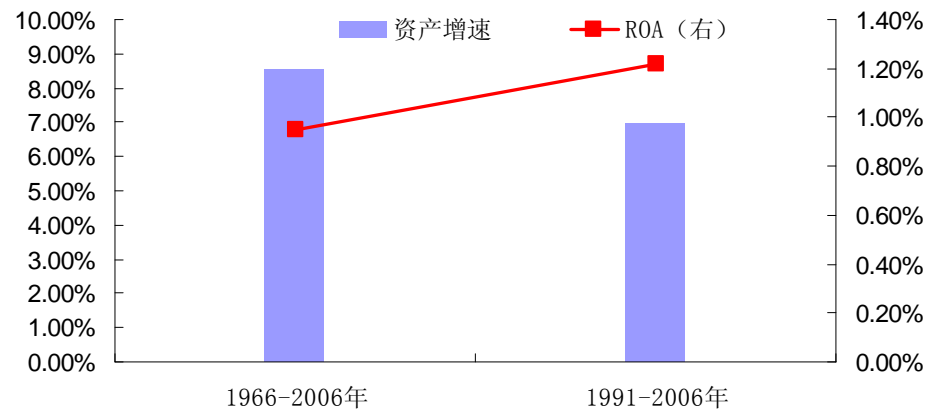
说明: 合众银行 PB 显著高于其他银行, 已剔除。三条虚线自上而下分别是工、建、中行 2008-12-09 的 PB

表 11: 中国银行业的公允价值: 2 倍 PB?

			折现因子 Ke								
			9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
ROE	12%	4%	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
	12%	5%	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
	12%	6%	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
	12%	7%	2.5	2.0	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
	12%	8%	4.0	2.7	2.0	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
	15%	4%	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
	15%	5%	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
	15%	6%	3.0	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
	15%	7%	4.0	3.2	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3
	15%	8%	7.0	4.7	3.5	2.8	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
	18%	4%	2.8	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6	1.6
	18%	5%	3.3	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
	18%	6%	4.0	3.4	3.0	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7
	18%	7%	5.5	4.4	3.7	3.1	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8
	18%	8%	10.0	6.7	5.0	4.0	3.3	2.9	2.5	2.2	2.0

数据来源: 联合证券研究所。

图 15: 美国银行业过去 40 年境内资产年均增速约为 8.6%



数据来源: FDIC, 联合证券研究所。

**表 12: 各种规模增速及 ROA 假设下 PB 水平**
**倍**

		规模增速								
		2008 年（相对 2007）			2009 年（相对 2007）			2010 年（相对 2007）		
		14.0%	15.0%	16.0%	28%	31%	35%	46%	51%	56%
ROA 变动	0.60%	2.2	2.2	2.2	1.8	1.8	1.8	1.5	1.5	1.5
	0.65%	2.2	2.2	2.2	1.8	1.8	1.8	1.5	1.5	1.5
	0.70%	2.2	2.2	2.2	1.8	1.8	1.8	1.5	1.5	1.5
	0.80%	2.1	2.1	2.1	1.7	1.7	1.7	1.5	1.5	1.5
	0.90%	2.1	2.1	2.1	1.7	1.7	1.7	1.5	1.5	1.5
	1.00%	2.1	2.1	2.1	1.7	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4
	1.05%	2.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4
	1.10%	2.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4
	1.15%	2.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4
	1.20%	2.0	2.0	2.0	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4
	1.25%	2.0	2.0	2.0	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4
	1.30%	2.0	2.0	2.0	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4
	1.40%	1.9	1.9	1.9	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

说明: 1、蓝色区域是我们预测较大可能的区间; 2、09、10 年 3 种规模增长情景相对前一年的增速分别为 12%、14%、16%

**表 13: 各种规模增速及 ROA 假设下 PE 水平**
**倍**

		规模增速								
		2008 年（相对 2007）			2009 年（相对 2007）			2010 年（相对 2007）		
		14.0%	15.0%	16.0%	28%	31%	35%	46%	51%	56%
ROA 变动	0.60%	21.8	21.7	21.6	19.7	19.2	18.6	17.6	16.8	16.1
	0.65%	20.2	20.1	20.0	18.2	17.7	17.2	16.2	15.5	14.8
	0.70%	18.7	18.6	18.5	16.9	16.4	16.0	15.1	14.4	13.8
	0.80%	16.4	16.3	16.2	14.8	14.4	14.0	13.2	12.6	12.1
	0.90%	14.6	14.5	14.4	13.1	12.8	12.4	11.7	11.2	10.7
	1.00%	13.1	13.0	13.0	11.8	11.5	11.2	10.5	10.1	9.6
	1.05%	12.5	12.4	12.4	11.2	10.9	10.7	10.0	9.6	9.2
	1.10%	11.9	11.9	11.8	10.7	10.4	10.2	9.6	9.2	8.8
	1.15%	11.4	11.3	11.3	10.3	10.0	9.7	9.2	8.8	8.4
	1.20%	10.9	10.9	10.8	9.8	9.6	9.3	8.8	8.4	8.0
	1.25%	10.5	10.4	10.4	9.4	9.2	9.0	8.4	8.1	7.7
	1.30%	10.1	10.0	10.0	9.1	8.8	8.6	8.1	7.8	7.4
	1.40%	9.4	9.3	9.3	8.4	8.2	8.0	7.5	7.2	6.9

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

说明: 1、蓝色区域是我们预测较大可能的区间; 2、09、10 年 3 种规模增长情景相对前一年的增速分别为 12%、14%、16%

09 年将是银行极为困难的 1 年, 2010 年业绩的压力或有可能减轻, 因此, 09 年的压力, 或正为长期投资者提供了较好的买入时机。

### 未来几个季度, 业绩将显著走弱

09 年的基本面将面临巨大压力, 特别是上半年, 降息及市场利率大幅下滑的影响, 将大部分在这一时期显现, 利润同比环比下降都将十分明显; 至于下半年, 则取决于实体经济的恶化程度, 不良是否系统性爆发。

业绩见底的时间, 除受到实体经济的影响外, 也取决于政策的路径和银行本身对于政策的反应: 降息的动作越快, 且银行短期内对于费用和拨备计提力度越大, 则利润见底越早。

### 2010 年业绩压力或有可能减轻

宽松货币的影响, 将主要在 09 年体现, 2010 年息差的下降将放缓; 被透支的中间业务, 经过 09 年的消化, 2010 年有望恢复相对正常的增速; 2010 年不良

率可能继续攀高，而不良净生成和信用成本则有望企稳，同时，境外金融资产减值的压力或进一步减轻，甚至开始反哺利润。

### 长期投资价值正逐渐显现

纵向看，目前的 PB 水平处于历史低位；横向看，PB/PE 与其他行业相比也有一定折价。

美国 01 年银行业的 PB 在 1.5-3 倍之间，而当前的低估值更多反映了市场对于金融系统性风险的担忧，即使如此，扣除商誉后的 PB 水平仍多在 1 倍以上。

美国银行业过往 40 年的资产增速为 8.6%，在永续增长率 7% 的假设下，如果 ROE15%，风险折现率 11%，国内银行业 PB 水平应大致在 2 倍左右。

关于中国银行业，我们的看法是：1）与美国不同，我国银行业当前面临的更多是盈利波动风险，而非系统性风险；2）相比整体上市公司，处于半垄断保护下的国内银行，并不具有更明显的周期性特征和更高的风险水平，相反却有更长的生命周期；3）我们并不认为中国经济会一帆风顺，不过我们相信，中国未来一段时间仍将是全世界发展最快的经济体之一。

### 投资时机宜在 1 季度之后

较佳的买入时机可能出现在 1 季度之后，原因是 1 季度息差的下滑幅度可能超越市场预期，而不良的开始涌现，也考验着市场的承压能力，而这些都可能给投资者提供更具吸引力的买入价格。

应当提及的是，估值的大幅变动或政策的超越预期，可能会改变买入时点的选择：

如果市场短期内大幅回调而提供极具吸引力的估值水平（如 09 年 PB 低于 1.3 倍），则不妨考虑马上增持，即较佳的买入时点可能提前；反之，如果市场短期内大幅飙升（如 09 年 PB 高于 2.4 倍），则不妨考虑暂时减持，静待更好的买入时点。

如果政策力度大于预期，可能会相应改变行业的估值水平，从而改变买入时点的选择。如营业税全部取消（约提高 09 年净利润 14%），则行业估值或可相应给予 10% 以上的提升。

## 标的选择：良好的抗压及潜在的增长

关于个体银行，我们将从以下 4 个方面进行筛选：较低的利率风险、较低的信用风险、较高的中间业务增长潜力、较高的规模增长潜力。

## 利率风险

**表 14：股份制银行利率敏感性普遍高于国有银行和城商行**

	息差影响(BP)				占拨备前 ROA				占税后 ROA				09/10 年影响
	2009 年		2010 年		2009 年		2010 年		2009 年		2010 年		
	存贷款	汇总	存贷款	汇总	存贷款	汇总	存贷款	汇总	存贷款	汇总	存贷款	汇总	
工行	-9	-23	-10	-40	-3%	-8%	-4%	-14%	-5%	-13%	-6%	-23%	57%
建行	-19	-37	-22	-56	-6%	-11%	-7%	-17%	-9%	-17%	-10%	-26%	66%
中行	-8	-29	-5	-37	-3%	-10%	-2%	-13%	-5%	-18%	-3%	-23%	77%
交行	-21	-43	-22	-52	-8%	-16%	-8%	-19%	-13%	-26%	-13%	-31%	83%
招行	-36	-70	-37	-81	-11%	-21%	-11%	-24%	-15%	-29%	-15%	-34%	86%
中信	-36	-66	-34	-73	-12%	-22%	-11%	-24%	-18%	-33%	-17%	-36%	91%
浦发	-29	-46	-38	-64	-11%	-18%	-15%	-25%	-17%	-27%	-22%	-37%	72%
民生	-35	-45	-30	-48	-14%	-18%	-12%	-19%	-24%	-31%	-21%	-32%	95%
兴业	-34	-52	-41	-69	-13%	-20%	-16%	-27%	-18%	-28%	-22%	-37%	75%
华夏	-10	-25	-10	-31	-5%	-12%	-5%	-15%	-11%	-28%	-11%	-35%	80%
深发展	-20	-43	-16	-49	-8%	-17%	-6%	-19%	-14%	-32%	-12%	-36%	89%
北京	-10	-30	-26	-57	-3%	-10%	-8%	-18%	-5%	-15%	-12%	-27%	53%
南京	-11	-17	-16	-39	-4%	-5%	-5%	-12%	-5%	-7%	-7%	-16%	43%
宁波	-26	-21	-33	-38	-9%	-7%	-12%	-13%	-12%	-9%	-15%	-17%	56%
合计	-18	-36	-18	-50	-6%	-12%	-6%	-17%	-10%	-20%	-10%	-27%	72%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：08 年 4 次降息的影响。

**表 15：资产结构和重定价缺口的差异，导致各行息差敏感度不一**

	投资/ 总资产	按揭/ 总资产	贷款/ 定期存款	利率敏感性缺口（占总资产）					其中：1 年 以内
				3 个 月内	3 至 12 个月	1 至 5 年	5 年 以上	累计 缺口	
工行	34%	6%	109%	17%	16%	16%	5%	54%	33%
建行	32%	8%	140%	21%	23%	11%	5%	60%	45%
中行	29%	10%	97%	18%	14%	9%	4%	45%	32%
交行	28%	6%	136%	24%	13%	5%	4%	47%	38%
招行	31%	9%	173%	46%	12%	3%	1%	61%	58%
中信	27%	6%	153%	44%	9%	2%	1%	56%	53%
浦发	20%	9%	148%	17%	29%	2%	1%	48%	45%
民生	20%	8%	134%	31%	1%	6%	3%	40%	32%
兴业	28%	13%	182%	18%	31%	3%	0%	51%	48%
华夏	20%	4%	125%		29%	4%	8%	41%	29%
深发展	30%	14%	107%	14%	15%	5%	1%	36%	30%
北京	30%	4%	153%	17%	35%	-1%	5%	56%	52%
南京	36%	4%	136%	10%	12%	20%	7%	49%	21%
宁波	17%	8%	152%	21%	16%	5%	5%	47%	37%
合计	30%	8%	126%	21%	18%	10%	4%	52%	38%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

利率风险，主要来自 3 方面，一是资产负债结构，二是重定价期限错配，三是盈利水平的缓冲能力。

### 股份制银行具有更大的利率敏感度

整体而言，股份制银行较国有银行及城商行具有更大的利率敏感度，一是影响较大，对于税后 ROA 的影响，普遍在 30% 以上，而国有银行和城商行则基本在 30% 以下；二是“见效”更快，大部分影响在 09 年集中体现。



**国有银行，工行和中行影响较小**

国有银行中，工行和中行的影响较小，工行主要得益于较为均衡的资产负债结构及较长的债券久期，而中行主要是持有大量外币资产。

**股份银行中，华夏和民生绝对影响较小**

股份制银行中，华夏和民生的息差绝对影响幅度最小，主要得益于较低的贷款/定期存款比例、较低的投资及同业资产占比，以及较长的重定价缺口久期。招行息差的绝对影响幅度最高，但得益于较高的 ROA 水平，ROA 的影响幅度仍略低于其他股份制银行。

优势公司：工行、中行、华夏、南京行。

## 信用风险

表 16：信用风险：风险状况和缓冲能力											%
	不良净生成率				风险成本-不良净生成		正常拨备计提率		风险系数		
	2006 年	2007 年	2008 年 H1	2008 年 Q3	2007 年	2008 年 H1	2007 年	2008 年 H1	行业加权	招行权重	调整后
工行	-0.06	-0.33	0.00	-0.02	1.30	1.09	0.96	1.19	0.88	1.00	0.88
建行	0.14	-0.07	0.06	0.05	0.98	0.80	0.80	1.01	0.89	1.10	0.98
中行	-0.06	-0.10	-0.28	0.15	0.42	1.43	1.34	1.40	0.94	1.10	1.03
交行	0.13	0.57	0.08	0.01	0.18	0.71	N/A	0.79	0.94	1.10	1.04
招行	0.07	-0.18	-0.30	-0.07	0.71	0.70	1.58	1.72	0.86	1.00	0.86
中信	0.04	0.01	0.25	-0.15	0.57	0.27	0.54	0.65	0.98	1.10	1.08
浦发	0.55	0.08	-0.14	0.03	0.61	0.52	1.85	1.75	1.01	1.10	1.11
民生	0.30	0.41	0.38	0.22	0.04	0.31	0.52	0.57	1.12	1.20	1.34
兴业	0.12	0.06	0.07	0.18	0.40	0.42	1.05	1.11	1.00	1.20	1.20
华夏	0.41	0.47	0.46	0.00	0.78	0.89	0.83	1.18	1.05	1.30	1.36
深发展	0.33	0.11	-0.30	0.29	0.91	1.31	-0.20	-0.12	0.95	1.10	1.05
北京	0.09	-0.64	-0.22	N/A	1.04	0.90	0.61	0.87	0.95	1.00	0.95
南京	0.06	-0.06	-0.43	N/A	0.73	1.13	1.31	1.59	0.99	1.30	1.28
宁波	-0.04	0.13	0.22	1.11	0.18	0.32	0.77	0.82	1.05	1.50	1.58

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：深发展 3 季度数字考虑了核销，由于数据原因，其他行未考虑 3 季度核销的影响。

信用风险，主要看 4 个指标，行业投向、历史不良生成情况、增量拨备计提缓冲、存量拨备计提缓冲。

**从行业投向看，招行和工行风险系数最小**

从行业投向方面看，我们假设房地产行业风险权重为 5，制造业风险权重为 3，商业贸易和建筑业风险权重为 2（考虑到部分建筑与房地产开发相关），住房按揭风险权重为 0.7，票据风险权重为 0.3，其他行业风险权重为 1，则招行及工行综合风险系数为 0.86 和 0.88，为最低；宁波、华夏及民生为 1.58、1.36 和 1.34，为最高。

**从不良历史生成看，招行、工行、北京及南京表现较好**

从历史不良生成情况看，招行、工行、北京及南京表现最好，中行、中信、浦发、深发展的表现也不错，而华夏、民生、宁波的表现一般。由于最近两年上市的银行都经历了不良贷款一次性处理，所以 03 年以前上市的招行、浦发、民生、华夏数据相对更真实一些，深发展由于近几年大量不良的处理，不良净生成率的数据可能有些失真。

**从增量拨备缓冲看，工行、中行、深发展和南京指标值较高**

从增量拨备计提缓冲方面看（指当年计提的风险成本-不良净生成率），用以考察当前计提的风险成本，多大程度可以对新增不良形成缓冲。从指标上看，工行、中行、深发展和南京行具有较大的缓冲。中行庞大的外币资产，其风险将依

赖于 09 年美国金融市场能否企稳；深发展大量的历史不良贷款需要解决，而贸易融资业务的风险同样面临考验；南京行主要集中于中小企业，09 年不良贷款多大程度反弹，尚不清楚。指标值较低的主要有中信、民生、兴业及宁波。

### 从存量拨备缓冲看，招行、浦发指标值较高

从存量拨备计提缓冲方面看（指扣除了不良贷款对应拨备之后的拨备对于正常贷款的覆盖率），主要考察现有的拨备存量对于新增不良的缓冲。招行和浦发的指标值较高，分别为 1.72%及 1.75%，假设不良贷款损失率为 65%，则分别可以抵御 2.65%和 2.69%的新增不良；指标值较低的是深发展、其次是民生、中信、宁波及北京银行。

入选公司：工行、建行、招行、北京行。

## 中间业务潜力

**表 17：非利息收入情况**

占佣金收入(%)	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
手续费及佣金收入	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
结算与清算手续费	27	11	18	20	11	13	8	6	3	4	32	11	13	32
银行卡手续费	13	16	9	23	28	24	17	11	10	10	22	13	4	23
代理及受托业务	36	42	26	26	44	28	15	17	34	38	12	57	46	2
信贷承诺及融资咨询	23	25	22	12	7	33	53	65	34	43	19	0	27	8
其他	1	6	26	19	10	3	7	2	19	5	15	18	10	35
09 年增长潜力(%)	8	7	8	12	17	6	-1	-7	2	-3	14	11	10	21
过往两年增速(%)														
代理受托增长	95	78	55	155	120	100	84	110	192	85	89	66	0	N/A
融资顾问增长	83	124	85	91	49	98	63	177	107	45	N/A	N/A	0	0
ROA 变动(BP)														
代理受托业务-20%	-3	-3	-3	-2	-3	-1	-1	-2	-2	-2	-1	-1	0	0
融资顾问费下降-50%	-5	-5	-7	-2	-1	-3	-5	-19	-4	-6	0	0	0	-1

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：增长潜力根据业务结构推出，并根据历史表现及其他因素调整。

中间业务潜力，目前看的是抗风险能力，主要看 3 个指标，一是手续费结构、二是最近两年代理及融资顾问业务增速、三是 ROA 对于这两块业务变化的敏感性。

手续费的增长将面临较大压力，特别是融资咨询费和代理及受托业务，由于 07-08H1 增速过快，09 年将面临较大压力，随着影响的消化，2010 年压力可能略小于 09 年。

### 民生融资顾问费收入压力显著

从结构方面看，代理及受托业务占比较高的依次是北京行、招行、建行和工行，信贷承诺及融资咨询业务占比较高的依次是民生、浦发、华夏、兴业。值得一提的是，民生融资业务费收入占贷款之比高达 0.71%，相当于提高贷款利率 10%，数倍于他行，在当前利率不断下调及紧缩的信贷放松的情况下，该业务压力将相当显著。

从增长方面看，代理及受托业务增速最快的依次是兴业、交行、招行、民生，信贷承诺及融资咨询业务增速最高的依次是民生、建行、兴业、中信。

从利润敏感性看，如果代理受托业务下降 20%，则影响最大的银行为招行、

中行、建行和工行，利润影响都为 3%；如果融资顾问费下降 50%，则影响最大的银行为民生、中行和华夏，利润分别下降 19%、7%和 6%。

优势公司：宁波行、深发展、交行、招行、工行。

**招行得益于较大比例的银行卡手续费，工行得益于庞大的分支网络**

交行、深发展及宁波行主要得益于融资顾问、代理及受托业务占比较低；招行主要得益于较大比例的银行卡手续费，同时融资顾问业务占比较低；工行主要得益于庞大的分支网络对于后续业务的支持，同时融资顾问费近两年也保持了较为中等的增长。

## 规模增长潜力

**表 18：增长潜力和调整弹性**

	增长潜力		调整弹性		历史记录		
	核心充足率	ROL	贷存比	贷款/资产	04-07 增长	离差/增速	08-09 增长
工行	10.3%	2.8%	54%	46%	10%	22%	14%
建行	10.1%	2.7%	58%	48%	15%	31%	14%
中行	10.9%	1.9%	64%	48%	10%	35%	14%
交行	10.0%	2.0%	68%	51%	15%	56%	21%
招行	8.0%	2.3%	65%	50%	23%	8%	20%
中信	12.3%	1.3%	74%	59%	22%	49%	10%
浦发	5.0%	1.3%	72%	56%	25%	41%	14%
民生	6.6%	1.0%	79%	58%	21%	65%	18%
兴业	8.5%	1.6%	79%	48%	21%	30%	12%
华夏	7.6%	1.0%	71%	51%	18%	20%	8%
深发展	6.2%	1.3%	73%	57%	19%	33%	24%
北京	16.2%	3.1%	59%	45%	14%	42%	17%
南京	22.6%	3.8%	60%	38%	22%	48%	20%
宁波	15.5%	2.8%	64%	46%	23%	26%	29%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、核心资本为半年报数据，其中招行和华夏作了调整；2、ROL 为 09 年预测数据，如果需维持核心充足率 8%，则 1%的 ROL 将支持 12.5%的贷款增长。

规模增长潜力，主要看 3 个因素，一是增长潜力、二是调整弹性、三是历史成长记录。

**浦发、深发和民生资本充足率较低，华夏、深发和民生 ROL 较低**

增长潜力主要看资本充足率，其次看 ROL 水平。资本充足率用于考察存量资本对于扩张的支持能力，ROL（贷款回报率）则用于考察增量资本对于贷款扩张的支持（也可以用于考察盈利对于新增不良的缓冲能力）。资本充足率较低的是浦发、深发展和民生，ROL 较低的则是华夏和民生。

**除招行外，其他各行贷存比均在 70%以上**

调整弹性主要看贷存比，其次看贷款占资产的比例。贷存比用于考察资金来源的流动性情况，贷款占资产的比例则用于考察资金运用的流动性情况。国有银行和城市商业银行普遍优于股份制银行，股份制银行中，除招行外，其他各行贷存比均在 70%以上。

**招行和宁波行，增速和离差水平均较优**

成长记录一方面看历史增速，另一方面则看离差水平（离差/平均增速）。从历史增速看，受庞大基数影响，国有银行增速普遍低于中小银行；国有银行中，交行和建行增速最高；股份制银行除华夏及深发展外，其他行增速大致相同，深发展前几年增速较慢主要受资本约束；城商行中、宁波行增长最快、其次是南京银行和北京银行。从离差水平看，招行、工行和宁波行增长的平稳性明显优于其

他银行。

优势公司：招行、北京行、南京行、宁波行。

## 公司推荐

从基本面看，我们偏好工行、招行和北京银行，但提醒投资者关注股份制银行由于过度调整而带来交易性机会，同时留意工行与建行，浦发、兴业与民生之间的套利机会。

## 2009-2010 业绩及估值分析

**表 19：息差水平，09 年与 05 年持平，2010 年低于 05 年 22BP**

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008E	2009E	2010E
工行	2.68%	2.57%	2.34%	2.80%	2.97%	2.83%	2.76%	2.81%	2.49%	2.30%
建行	2.83%	2.81%	2.83%	3.24%	3.23%	3.25%	3.18%	3.18%	2.74%	2.45%
中行	2.09%	2.22%	2.47%	2.42%	2.65%	2.54%	2.49%	2.51%	2.16%	2.03%
交行	2.58%	2.52%	2.55%	2.88%	3.01%	2.82%	2.80%	2.84%	2.35%	2.20%
招行	2.56%	2.54%	2.59%	3.03%	3.54%	3.54%	3.37%	3.39%	2.60%	2.38%
中信	2.28%	2.33%	2.52%	3.06%	3.38%	3.43%	3.41%	3.35%	2.56%	2.37%
浦发	2.62%	2.64%	2.82%	3.02%	3.24%	3.14%	3.12%	3.12%	2.60%	2.31%
民生	2.23%	2.40%	2.53%	2.73%	2.74%	3.14%	3.05%	2.96%	2.43%	2.24%
兴业	2.37%	2.29%	2.40%	2.77%	2.96%	3.04%	2.89%	2.92%	2.36%	2.03%
华夏	2.19%	2.23%	2.40%	2.64%	2.77%	2.81%	2.64%	2.68%	2.33%	2.23%
深发展	2.45%	2.28%	2.90%	3.20%	3.30%	2.97%	2.88%	2.96%	2.41%	2.27%
北京		1.91%	2.21%	2.32%	2.94%	2.94%	3.04%	2.98%	2.76%	2.37%
南京		2.97%	2.79%	2.99%	3.10%	2.90%	2.69%	2.82%	2.55%	2.32%
宁波	2.78%	2.68%	2.80%	3.04%	3.36%	3.32%	3.30%	3.31%	3.04%	2.73%
合计	2.52%	2.51%	2.53%	2.84%	3.00%	2.94%	2.88%	2.90%	2.47%	2.27%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：息差指净利息收入/平均总资产，与一般定义不同。

**表 20：不良净生成率，09 年及 2010 年均为 1.2%**

	不良贷款净生成					不良贷款率				
	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E
工行	-0.06%	-0.33%	0.31%	1.05%	1.05%	3.79%	2.74%	2.6%	3.3%	3.7%
建行	0.14%	-0.07%	0.40%	1.18%	1.18%	3.29%	2.60%	2.4%	3.2%	3.7%
中行	-0.06%	-0.10%	0.29%	1.24%	1.24%	4.04%	3.12%	2.9%	3.6%	4.1%
交行	0.13%	0.57%	0.47%	1.25%	1.25%	2.01%	2.05%	2.1%	2.9%	3.4%
招行	0.07%	-0.18%	0.17%	1.03%	1.03%	2.12%	1.54%	1.4%	2.1%	2.6%
中信	0.04%	0.01%	0.49%	1.29%	1.29%	2.55%	1.48%	1.7%	2.6%	3.2%
浦发	0.55%	0.08%	0.36%	1.33%	1.33%	1.83%	1.46%	1.5%	2.5%	3.1%
民生	0.30%	0.41%	0.75%	1.61%	1.61%	1.25%	1.22%	1.7%	2.9%	3.6%
兴业	0.12%	0.06%	0.53%	1.44%	1.44%	1.53%	1.15%	1.4%	2.5%	3.2%
华夏	0.41%	0.47%	0.83%	1.64%	1.64%	2.73%	2.25%	2.5%	3.6%	4.3%
深发展	0.33%	0.11%	0.36%	1.37%	1.37%	7.99%	5.62%	4.6%	5.1%	5.4%
北京	0.09%	-0.64%	0.25%	1.14%	1.14%	3.58%	2.06%	1.9%	2.7%	3.1%
南京	0.06%	-0.06%	0.53%	1.66%	1.66%	2.47%	1.79%	1.9%	3.0%	3.7%
宁波	-0.04%	0.13%	1.03%	1.90%	1.90%	0.33%	0.36%	1.2%	2.6%	3.4%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、不良率未考虑核销。

**表 21：如果没有调节，股份制银行 09 年利润将显著下降**

		工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
每股盈利 (元)	08E	0.35	0.44	0.28	0.59	1.61	0.38	2.23	0.54	2.19	0.70	1.31	0.88	0.79	0.56
	09E	0.36	0.43	0.25	0.53	1.17	0.22	1.55	0.35	1.47	0.69	1.05	0.95	0.77	0.54
	10E	0.39	0.43	0.29	0.59	1.29	0.24	1.45	0.37	1.31	0.79	1.19	0.88	0.82	0.56
盈利增长 (%)	08E	44	49	25	40	55	77	129	59	28	67	54	64	60	46
	09E	4	-2	-9	-9	-27	-41	-31	-34	-33	-3	-20	7	-4	-3
	10E	6	1	16	11	10	9	-6	6	-11	16	14	-7	7	4
风险成本 (%)	08E	1.12	1.13	1.28	0.97	0.61	0.77	0.69	1.00	0.80	1.36	1.14	0.85	0.99	0.98
	09E	0.88	0.96	1.11	0.98	0.84	1.01	1.03	1.22	1.11	1.23	1.06	0.91	1.30	1.48
	10E	0.81	0.89	0.94	0.98	0.84	1.01	1.03	1.22	1.11	1.23	1.06	0.91	1.30	1.48
拨备覆盖 率(%)	08E	118	115	118	111	195	116	187	117	149	129	59	146	159	153
	09E	106	102	105	99	146	99	135	96	112	107	63	120	120	105
	10E	103	100	101	97	131	97	122	94	105	102	69	114	111	101

数据来源：联合证券研究所。

说明：09 和 10 年的不良贷款净生成率均为 1.2%。

**表 22：主要损益项目——利润调节前**

百万元

	净利息 收入	非利息 收入	经营费用	拨备前 利润	减值准备	税前利润	归属股东	业绩增长	拨备覆盖 率
工行	255,678	55,992	112,388	199,282	41,243	158,039	121,533	4%	106%
建行	220,465	46,295	99,080	167,680	37,696	129,984	100,719	-2%	102%
中行	157,104	56,667	87,797	125,975	38,882	87,093	64,198	-9%	105%
交行	65,753	11,578	29,499	47,832	13,884	33,948	26,132	-9%	99%
招行	42,140	10,318	23,168	29,291	6,944	22,347	17,218	-27%	146%
中信	31,503	4,411	17,225	18,689	7,147	11,542	8,653	-41%	99%
浦发	32,038	2,982	16,107	18,914	7,393	11,520	8,760	-31%	135%
民生	29,370	5,744	17,552	17,562	8,485	9,077	6,616	-34%	96%
兴业	24,687	3,027	13,041	14,672	5,537	9,135	7,366	-33%	112%
华夏	16,980	1,084	8,862	9,202	4,632	4,570	3,427	-3%	107%
深发展	11,836	1,821	6,524	7,133	2,902	4,232	3,253	-20%	63%
北京	12,503	1,186	4,205	9,484	1,894	7,590	5,903	7%	120%
南京	2,757	554	1,128	2,183	529	1,653	1,405	-4%	120%
宁波	3,549	600	1,742	2,407	817	1,591	1,352	-3%	105%

数据来源：联合证券研究所。

**表 23：主要损益项目——利润调节后**

百万元

	净利息 收入	非利息 收入	经营费用	拨备前 利润	减值准备	税前利润	归属股东	业绩增长	拨备覆盖 率
工行	255,678	58,165	108,776	205,067	41,243	163,824	125,982	8%	106%
建行	220,465	48,364	95,247	173,582	37,696	135,886	105,292	2%	102%
中行	157,104	58,256	84,686	130,674	34,994	95,680	70,528	0%	102%
交行	65,753	12,701	28,755	49,700	12,496	37,204	28,638	-1%	95%
招行	42,140	10,949	21,177	31,912	4,166	27,746	21,377	-9%	132%
中信	31,503	4,743	15,350	20,896	4,288	16,608	12,450	-15%	85%
浦发	32,038	3,116	13,119	22,035	4,436	17,599	13,382	6%	120%
民生	29,370	6,287	17,137	18,520	5,091	13,429	9,788	-3%	81%
兴业	24,687	3,499	11,572	16,614	3,322	13,291	10,718	-2%	96%
华夏	16,980	1,169	8,650	9,499	4,169	5,330	3,997	14%	104%
深发展	11,836	2,189	6,221	7,805	2,429	5,376	4,133	2%	60%
北京	12,503	2,092	4,205	10,389	1,894	8,496	6,607	20%	120%
南京	2,757	652	1,110	2,298	430	1,868	1,588	9%	113%
宁波	3,549	604	1,742	2,411	720	1,691	1,437	3%	99%

数据来源：联合证券研究所。



**表 24：悲观情景下，国有银行、招行、北京行具有较高抗压能力**

	盈利（元）			盈利增长			市盈率（倍）		
	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
工行	0.35	0.26	0.26	44%	-25%	-25%	11.4	15.1	15.1
建行	0.44	0.31	0.28	49%	-31%	-36%	9.9	14.3	15.4
中行	0.28	0.15	0.17	25%	-46%	-39%	11.9	21.9	19.3
交行	0.59	0.31	0.31	40%	-48%	-48%	8.5	16.3	16.4
招行	1.61	0.80	0.83	55%	-50%	-48%	8.4	16.9	16.2
中信	0.38	0.09	0.08	77%	-77%	-80%	11.4	49.9	56.8
浦发	2.23	0.57	0.25	129%	-74%	-89%	6.3	24.6	57.4
民生	0.54	0.03	-0.02	59%	-95%	-104%	8.2	162.4	-220.9
兴业	2.19	0.60	0.21	28%	-73%	-90%	7.2	26.5	74.6
华夏	0.70	-0.01	-0.07	67%	-102%	-110%	12.1	-687.6	-118.4
深发展	1.31	0.34	0.32	54%	-74%	-76%	8.0	30.2	32.5
北京	0.88	0.70	0.55	64%	-21%	-38%	10.3	13.0	16.7
南京	0.79	0.52	0.48	60%	-34%	-39%	11.6	17.6	19.0
宁波	0.56	0.33	0.29	46%	-41%	-48%	13.2	22.3	25.7
合计	406,454	241,536	234,800	45%	-41%	-42%	10.4	17.5	18.0

数据来源：Wind，联合证券研究所。

说明：1、主要假设：1) 息差 09 年再下降 20BP 至 2.27%，10 年再下降 30BP 至 1.97%；2) 不良净生成由 1.2% 上升到 2%；3) 除城商行外，其他银行管理费用均为 0% 增长；2、盈利增长 09、10 年均相对 08 年。

**表 25：乐观情景下，股份制银行具有较便宜的价格**

	盈利（元）			盈利增长			市盈率（倍）		
	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
工行	0.35	0.43	0.51	44%	22%	46%	11.4	9.3	7.8
建行	0.44	0.52	0.62	49%	19%	41%	9.9	8.3	7.0
中行	0.28	0.32	0.42	25%	16%	50%	11.9	10.2	7.9
交行	0.59	0.69	0.89	40%	18%	51%	8.5	7.3	5.6
招行	1.61	1.50	1.93	55%	-7%	20%	8.4	9.0	7.0
中信	0.38	0.33	0.44	77%	-12%	17%	11.4	12.9	9.8
浦发	2.23	2.17	2.71	129%	-2%	22%	6.3	6.5	5.2
民生	0.54	0.57	0.78	59%	6%	45%	8.2	7.7	5.7
兴业	2.19	2.07	2.63	28%	-5%	20%	7.2	7.6	6.0
华夏	0.70	1.03	1.42	67%	46%	101%	12.1	8.3	6.0
深发展	1.31	1.48	1.98	54%	13%	51%	8.0	7.0	5.3
北京	0.88	1.10	1.24	64%	24%	41%	10.3	8.3	7.3
南京	0.79	0.91	1.11	60%	15%	40%	11.6	10.1	8.3
宁波	0.56	0.69	0.89	46%	24%	59%	13.2	10.7	8.3
合计	406,454	469,064	577,582	45%	15%	42%	10.3	8.9	7.3

数据来源：Wind，联合证券研究所。

说明：1、主要假设：1) 营业税下调 2%；2) 不再降息，存量按揭只有少量调整，市场利率保持平稳，息差 09 年 2.59%，10 年 2.50%；3) 不良净生成 09 年的 0.9%，10 年 0.6%；4) 管理费用，城商行低于规模增速 2 个点，其他银行 09 年增长 5%，10 年增长 8%；2、盈利增长 09、10 年均相对 08 年。



**表 26：股份制银行的折价，似乎反映了市场对其盈利下跌的担忧**

元

	价格	PE (倍)			P/PPOP (倍)			PB(倍)			市值占总资产		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
工行	4.0	11.4	10.9	10.3	6.7	6.7	6.3	2.2	1.8	1.5	14%	12%	11%
建行	4.4	9.9	10.1	10.0	5.9	6.1	6.0	2.2	1.8	1.5	13%	12%	11%
中行	3.3	11.9	13.0	11.2	6.2	6.6	6.0	1.8	1.6	1.4	12%	11%	10%
交行	5.0	8.5	9.4	8.5	5.0	5.1	4.6	1.7	1.5	1.2	10%	8%	7%
招行	13.5	8.4	11.5	10.4	5.7	6.8	6.0	2.2	1.9	1.6	13%	11%	10%
中信	4.3	11.4	19.3	17.7	6.9	8.9	8.0	1.7	1.6	1.5	15%	13%	11%
浦发	14.2	6.3	9.1	9.8	4.1	4.2	4.1	2.0	1.6	1.4	7%	6%	5%
民生	4.4	8.2	12.5	11.8	4.2	4.7	4.2	1.4	1.3	1.1	7%	6%	5%
兴业	15.8	7.2	10.7	12.1	4.6	5.4	5.4	1.6	1.4	1.3	8%	7%	6%
华夏	8.5	12.1	12.4	10.7	4.7	4.6	4.0	1.6	1.4	1.3	6%	5%	5%
深发展	10.4	8.0	9.9	8.8	4.1	4.5	3.9	1.8	1.6	1.3	7%	6%	5%
北京	9.1	10.3	9.6	10.4	6.7	6.0	6.2	1.8	1.5	1.3	14%	12%	10%
南京	9.2	11.6	12.0	11.2	8.2	7.7	7.0	1.5	1.4	1.2	17%	14%	12%
宁波	7.4	13.2	13.6	13.1	9.0	7.7	6.9	2.1	1.8	1.6	18%	14%	11%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、招行扣除商誉后 PB 水平分别为 2.9（08 年），2.3（09 年）和 1.9（10 年），浦发和民生 09 年经调整的 PB 为 1.5 和 1.4；2、相关指标使用了表 21 的“真实盈利”数据，而不是类似于表 22 的可能经调价过的盈利。

#### 基本假设：

**基本假设：继续降息 108BP，不良净生成率 1.2%**

1）央行近期仍将大幅降息，存贷款利率下降 108BP，并带动市场利率累计下降 245BP；2）09 年及 10 年的行业整体不良净生成率为 1.2%。

#### 财务假设：

1）息差水平大幅下降：09 年下降 22-79BP，10 年下降 45-101BP（在降息的基础上考虑额外 6 个 BP 的负面影响）；2）不良净生成大幅提高，介于 1.03%-1.9%；3）管理费用增速显著放缓，09 年增长 5%，10 年增长 8%。

#### 测算结果：

**09 年业绩将下降 7.4%，股份制银行下滑幅度或达 20%-40%**

关于 09 年业绩，行业整体利润下滑 7.4%，国有银行业绩相对平稳，而股份制银行则面临较大的下滑风险。如表 21 所示，股份制银行业绩下滑幅度普遍在 20%-40%之间。当然，可以预期得到的是，09 年股份制银行将显著加大拨备调节的力度，另外则可能加大规模的扩张及投资收益的变现。

**10 年业绩有望逐步走出低谷，部分银行有望录得 10%以上增长**

关于 10 年业绩，如果息差的下降和不良的生成没有大幅超越预期，业绩有望逐步走出 09 年的低谷，达到 6.4%的增幅。如表 21 所示，部分银行有望实现 10%以上的增长。当然，实际的增长情况，除取决于实体经济和货币政策外，也取决于银行 09 年利润的调节力度。09 年增加的非真实利润越多，则越推迟 10 年业绩回暖的可能性。

#### 需要说明的情况：

**09 年的业绩或将被显著调节**

正如我们前面提到的，09 年业绩或将被显著调节，特别是股份制银行，除了减少拨备计提和动用费用蓄水池（大量预提的员工费用），另外可能加大规模的扩张和投资收益的变现；当然，对于部分相对保守的银行（如工行），不排除在确保 09 年利润不负增长的情况下加大拨备计提的可能。

08 年 4 季度利润也有可能被显著调节，因此，08 年的业绩水平，或有可能

较大幅度低于我们的预期。正如我们第四部分“有多少平滑空间”提及的，加大 08 年拨备和费用的计提力度，一来可以减少 08 年利润从而减少 09 年利润负增长的压力，二来则可以为 09 年的拨备和费用增加储备。

### 期待宽松货币政策的一步到位

我们假设货币政策将保持持续宽松，如果货币政策出现反复，则 09 年真实业绩可能高于我们的预测，而 10 年大致相同；反之，如果货币放松的速度快于我们的预期，则 09 年真实业绩可能低于我们的预测，不过业绩也就越早见底，这是我们所乐于见到的。

#### 关于估值：

如表 26 所示，从几个估值指标看，股份制银行（中信除外）对国有银行和城商行都存在明显的折价，市值/总资产和 P/PPOP 两个指标的反应尤为明显。

### 股份制银行的折价，似乎正好反映了市场对其盈利下跌的担忧

较低的估值，既反映了股份制银行相对较低的资产盈利能力，也反映了股份制银行更大的盈利波动风险。从 PE 看，当前的估值差异，似乎正好反映了市场对于股份制银行未来两年盈利下跌的担忧。

当然，我们也注意到，市场在给予国有银行业绩平稳和城商行较高成长性溢价的同时，似乎并没有给予股份制银行高于国有银行的成长性溢价。

## 非惯用指标释义

本文使用了较多的非业内常用指标和术语，为方便查阅，现归纳如下：

**表 27：非惯用指标释义**

名称	释义	用途
息差	净利息收入/平均总资产，与传统除于平均生息资产的定义不同	该定义主要为了更好的分析其对于 ROA 的影响，而不必再考虑各行生息资产占总资产比例的差异
信贷风险系数	信贷投放的行业风险加权系数：房地产行业风险权重为 5，制造业风险权重为 3，商业贸易和建筑业风险权重为 2（考虑到部分建筑与房地产开发相关），住房按揭风险权重为 0.7，票据风险权重为 0.3，表外信贷业务的风险权重为 0.1，其他行业风险系数为 1。同时，根据不良的历史记录、客户群体及管理水平差异设置调整参数。	用于衡量信贷风险的高低
增量拨备计提缓冲	指当年计提的风险成本-不良净生成率	用以考察当前计提的风险成本，对于新增不良形成的缓冲能力
存量拨备计提缓冲	指扣除不良贷款对应拨备之后的余额对于正常贷款的覆盖率	用于考察现有的拨备存量，对于新增不良的缓冲能力
ROL	贷款回报率，净利润除于平均贷款余额	用于考察资本的内生能力对于贷款扩张的支持
增长离差度	(最高增速-最低增速)/平均增速	用于衡量增长的平稳性

数据来源：联合证券研究所。

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。