

2008 年 12 月 4 日

银行业

中金公司研究部

分析员：毛军华 maojh@cicc.com.cn

罗 景 luojing@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

L 型，U 型还是 W 型

——2009 年银行股投资策略

主要内容：

- ▶ **2009 年银行股呈现 U 型走势的可能性最大。**未来两年银行业盈利增长都面临较大压力，09 年上半年是营业收入大幅下降和不良贷款加速显现的时期，带来股价下跌的风险。不过，尽管银行盈利能力见底要到 2010 年，但股价通常伴随着 GDP 增速的见底而见底，因为宏观经济和企业盈利预期的变化会带来估值水平的改变。我们预测 GDP 增速将从 09 年上半年的 7.5% 回升到下半年的 8.5%，企业盈利伴随存货的逐渐消化也会改变急剧下降的趋势，因此银行股在 09 年呈现 U 型走势的可能性较大，但 U 型是否演变为 W 型取决于宏观经济的变化。
- ▶ **可持续 ROE 水平决定了中资银行估值中枢为 1.5-2.2 倍市净率，而悲观情形下的估值底部只有 1.1-1.6 倍市净率。**我们估算中资银行可持续 ROE 为 13%-17%，对应估值中枢为 1.4-2.2 倍市净率。如果在悲观情形下，以 2010 年时的 ROE 作为可持续 ROE，那么估值中枢则会下降到 1-1.6 倍市净率，当前股价还有 10%-30% 的下跌空间。
- ▶ **在股价接近底部时配置中小型银行的风险收益最为均衡。**大型银行对净息差和资产质量的敏感度低，但已经体现在较大的估值溢价中。相比估值高点，大型银行和中小型银行在 A 股分别下跌了 60% 和 75%，在 H 股分别下跌了 50% 和 65%；如果调整幅度达到这一水平，1 年内往往是中小型银行跑赢基本面稳健的大型银行，香港恒生银行和东亚银行的经验也说明了这一点。我们选择股票从三方面考虑：（1）估值水平与基本面的差异。A 股深发展、兴业、交行和 H 股交行、中信即使在悲观情形下估值也偏低。（2）解禁压力。H 股工行、建行、中行和 A 股的交行、兴业和民生 09 年仍面临解禁压力。（3）结构性盈利成长机会，例如北京银行基础设施建设和跨区域经营、华夏和深发展信用成本上升压力小。综合下来，A 股选择深发展、兴业、华夏和北京银行；H 股选择中信和交行；招行最好的进入时点为年报商誉减值风险和 1 季报净息差下降风险释放之后。
- ▶ **不良贷款风险可控。**尽管中国经济目前面临的困难比 97/98 年时还严峻，但未来 2 年银行不良率上升幅度不会超过 2 个百分点：（1）贷款组合品种和结构发生了变化。风险较低的个人按揭贷款占比提高 8 个百分点，公司贷款中高风险行业贷款占比有所下降。（2）企业经营状况发生变化。虽然产能过剩状态依然存在，但以煤炭、水泥为代表的一些行业集中度逐渐提高。（3）企业财务负担明显降低。10 年间工业企业资产负债率下降了 5 个百分点，平均贷款利率水平下降了 3 个百分点，这增强了企业基本的付息能力。同时，也必须承认银行业 10 年改革带来了经营环境的改善和风险管理水平的提高。通过自下而上的加总分析，我们预计未来两年上市银行不良贷款余额增长 98%，但未来两年间贷款规模 25% 的增长使不良贷款率只会从 2.15% 上升到 2.84%。
- ▶ **09 年对银行盈利影响最大的是净息差持续下降。**持续降息、按揭新政、贷款议价能力下降和存款定期化将会带来净息差大幅下降，这在 09 年上半年体现得最为明显。如果明年上半年继续降息 108 个基点，超额备付金利率和活期存款利率都降为 0，我们预计 09 年和 10 年净息差会分别下降 41 个和 18 个基点。如果超额备付金利率和活期存款利率不再发生变化，那么 09 年和 10 年净息差分别多降 11 个和 9 个基点，对净利润的影响分别为 8% 和 6%。
- ▶ **上市银行 09 年和 10 年银行盈利增长-2% 和 6%，但银行盈利管理带来业绩增长的不确定性。**面对经营环境的不确定性，上市银行应当加大 08 年拨备力度，严格控制 09 年费用增长，适当平滑利润。为反映利率政策的变化和管理层思维的变化，我们下调了 08/09/10 年净利润 8%、10% 和 5%，调整后 08-10 年盈利增速分别为 37%、-2% 和 6%，低于市场预期 8% 和 19%，其中工行、建行、交行、深发展、华夏、北京和南京银行 09 年有望实现盈利小幅增长，其中美元债券拨备损失减少是推动盈利增长的重要原因。

目录

不良贷款风险可控.....	11
不良贷款率：是否回到十年前？	11
它山之石，可以攻玉.....	13
自下而上，加总分析.....	14
1. 制造业贷款	14
2. 房地产开发贷款.....	18
3. 住房按揭贷款的风险可控	19
4. 其他行业贷款	20
5. 上市银行不良贷款余额将上升 98%	21
09 年和 10 年盈利下降多少？	23
盈利取决于宏观经济变量的变化程度.....	23
信贷需求面临挑战，但尚不会减速.....	24
快速大幅降息令净息差下降超出预期.....	25
中间业务面临阶段性挑战.....	27
信用成本存在上升压力，但较高的准备金覆盖率提供了银行平滑盈利的空间	27
下调 08 年盈利预测 8%，09 年和 10 年盈利保持平稳增长	29
估值中枢和估值底部在哪里？	31
可持续的净息差水平是多少？	31
平均化的信用成本是多少？	32
可持续的 ROE 水平是多少？	33
估值中枢是多少？	34
估值底部在哪里？	35
股价表现追随哪个周期？	37
银行股价表现的决定因素是什么？	37
2009 年银行股走势：L 型，U 型还是 W 型？	42
股票选择：从大银行到股份制银行.....	43
股票选择主要考虑估值水平与基本面的差异、解禁压力、结构性盈利成长机会	45

插图

图 1: 2001 年以前不良贷款历史形成原因	11
图 2: 贷款结构改善: 低风险的按揭贷款大幅提升 (左) / 公司贷款行业结构风险偏好显著降低 (右)	12
图 3: 潜在的不良率高点约为 3.6-4.6% (样本银行)	13
图 4: 亚太地区国家 GDP 和不良率的关系	14
图 5: 工业企业资产负债率下降、利润增速远超财务费用增长	17
图 6: 煤炭 (左) 和水泥 (右) 行业的集中度大幅提升	17
图 7: 美国商业贷款不良变动	18
图 8: 广东银监局对房地产贷款的压力测试结果	18
图 9: 基础设施行业, 制造业和房地产是 08 年前三季新增贷款的主要投向	25
图 9: 09 年信贷需求面临挑战	25
图 10: 09 年和 10 年盈利能力预测	30
图 11: 海外样本银行 81-07 年平均净息差约为 2.72%	31
图 12: 中国主要银行的跨周期 NIM 约为 2.59%	32
图 13: 公司贷款信用成本测算	32
图 14: 按揭贷款违约率与抵押率高度相关	33
图 15: 海外银行跨周期 ROE 水平在 15% 左右	34
图 16: 银行股价表现的决定因素	37
图 17: 海外经验显示银行股往往与 GDP 增速同期见底 (香港、台湾)	39
图 18: 海外经验显示银行股往往与 GDP 增速同期见底 (韩国、泰国)	40
图 19: 中国银行股表现滞后于 GDP 增速	41
图 20: 09 年中国 GDP 增速前低后高, 10 年逐渐平稳	41
图 21: 2009 年银行股走势: L 型, U 型还是 W 型?	42
图 22: 中小银行在大幅下跌后的反弹过程中, 股价表现超越大银行	43

表格

表 1：制造业贷款主要集中于化工、钢铁、机械、纺织和电子行业	15
表 2：主要制造业利息覆盖倍数未回到 1999 年水平	16
表 3：房价下跌 30%，按揭不良形成率约为 1%	19
表 4：各行业不良贷款形成率分析	20
表 5：上市银行不良贷款净形成率测算	21
表 6：上市银行不良贷款余额（加回核销）两年内上升 98%	22
表 7：09 年和 10 年宏观经济环境假设	23
表 8：制造业贷款和房地产相关贷款过去是主要的贷款投向	24
表 9：净息差下降因素分解	26
表 10：上市银行 09 年和 10 年净息差预测	26
表 11：手续费收入增长预测	27
表 12：准备金覆盖率预测	28
表 13：信用风险成本预测	29
表 14：09 年和 10 年盈利增长预测	30
表 15：上市银行平均化信用成本介于 70-81bp	33
表 16：上市银行可持续 ROE 水平介于 13%-17%	34
表 17：上市银行的估值中枢介于 1.45-2.2 倍市净率	35
表 18：上市银行估值底部测算	36
表 19：上市银行股价表现	44
表 20：当期股价反映了多高的不良预期？	46
表 21：H 股工行、建行和中行，A 股交行、兴业和民生	46
表 22：各银行盈利预测调整	47
表 23：工商银行盈利预测	49
表 24：建设银行盈利预测	50
表 25：中国银行盈利预测	51
表 26：交通银行盈利预测	52
表 27：招商银行盈利预测	53
表 28：中信银行盈利预测	54
表 29：浦发银行盈利预测	55
表 30：民生银行盈利预测	56

表 31: 兴业银行盈利预测.....	57
表 32: 深发展银行盈利预测.....	58
表 33: 华夏银行盈利预测.....	59
表 34: 北京银行盈利预测.....	60
表 35: 南京银行盈利预测.....	61
表 36: 宁波银行盈利预测.....	62

09 年和 10 年主要宏观变量预测

%	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
GDP增速	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	9.3	8.0	7.8
CPI	3.2	3.9	1.8	1.5	4.8	6.2	1.0	0.8~1.2
M2增速	19.6	14.6	17.6	16.9	16.7	16.0	15.0	14.5
房价, 同比	3.8	14.1	19.5	4.3	14.9	0.0	-15.0	0.0
1年期贷款利率	5.31	5.58	5.58	6.12	7.47	5.58	4.50	4.50
变动(基点)		27	0	54	135	-189	-108	0
1年期存款利率	1.98	2.25	2.25	2.52	4.14	2.52	1.44	1.44
变动(基点)		27	0	27	162	-162	-108	0
活期存款利率	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.36	0.00	0.00
变动(基点)						-36	-36	0
法定存款准备金率	7.0	7.5	7.5	9.0	14.5	14.0	10.5	9.0
RMB/USD	8.28	8.28	8.07	7.81	7.30	6.71	6.84	7.05
升值幅度			2.5	3.2	6.5	8.1	-2.0	-3.0

资料来源：CEIC、中金公司研究部

上市银行估值底部测算

	当前股价	09E BPS (人民币)	股权成本假设				永续增长 率 (%)	悲观情况下的价值底部						
			无风险 收益率 (%)	风险 溢价	Beta	股权 成本		ROAA	ROAE	PB	公允价值 (Lcy)	上升 空间 (%)	进入点 (Lcy)	当前股价相 比进入点 (%)
H股														
工行	3.91	1.96	3.0	8	1.11	11.9	3	1.04	16.9	1.57	3.5	-11	2.8	40
建行	4.24	2.30	3.0	8	1.15	12.2	3	1.07	17.2	1.54	4.0	-5	3.2	32
中行	2.34	1.95	3.0	8	1.18	12.4	3	0.93	13.7	1.13	2.5	7	2.0	17
交行	4.91	3.50	3.0	8	1.15	12.2	3	0.94	16.4	1.46	5.8	18	4.6	6
招行	12.82	6.61	3.0	8	1.10	11.8	3	1.03	19.5	1.88	14.0	10	11.2	14
中信	2.58	2.65	3.0	8	1.15	12.2	3	0.92	12.6	1.05	3.1	22	2.5	3
A股														
工行	3.87	1.96	2.5	8	1.11	11.4	3	1.04	16.9	1.66	3.3	-16	2.6	49
建行	4.25	2.30	2.5	8	1.15	11.7	3	1.07	17.2	1.63	3.8	-12	3.0	42
中行	3.23	1.95	2.5	8	1.18	11.9	3	0.93	13.7	1.19	2.3	-28	1.9	74
交行	4.79	3.50	2.5	8	1.15	11.7	3	0.94	16.4	1.54	5.4	12	4.3	11
招行	12.49	6.61	2.5	8	1.10	11.3	3	1.03	19.5	1.99	13.1	5	10.5	19
中信	4.15	2.65	2.5	8	1.15	11.7	3	0.92	12.6	1.11	2.9	-29	2.3	77
民生	4.25	3.20	2.5	8	1.30	12.9	3	0.77	16.5	1.37	4.4	3	3.5	22
深发展	9.65	7.39	2.5	8	1.25	12.5	3	0.71	16.8	1.45	10.7	11	8.6	13
浦发	12.90	7.95	2.5	8	1.20	12.1	3	0.71	17.0	1.54	12.2	-5	9.8	32
兴业	14.69	11.46	2.5	8	1.40	13.7	3	0.96	19.4	1.53	17.5	19	14.0	5
华夏	7.88	6.27	2.5	8	1.25	12.5	3	0.53	14.0	1.16	7.3	-8	5.8	35
北京	8.54	5.78	2.5	8	1.15	11.7	3	1.03	15.1	1.39	8.0	-6	6.4	33
宁波	7.30	3.86	2.5	8	1.30	12.9	3	1.01	12.9	1.00	3.9	-47	3.1	136
南京	9.01	6.40	2.5	8	1.20	12.1	3	1.28	12.7	1.07	6.9	-24	5.5	64

资料来源：公司数据、中金公司研究部

乐观情况下, 上市银行的估值中枢介于 1.45-2.2 倍市净率

目前 价格 (HK\$/ RMB)	评级	09年底公 允价值 HK\$/RMB	上升 空间 (%)	隐含 PB		无风 险 利率	风险 溢价	Beta	股权资 本成本	第一阶段		第二阶段		永续增长阶段				
				09E	10E					股利 复合 增长 率 (%)	年 数	增长率 (%)	年 数	ROAE (%)	留存 比率 (%)	增长 率 (%)		
H股																		
工行	3.91	审慎推荐	4.53	16	2.04	1.93	3.0	8.0	1.11	11.9	3	3	8.9	15	16.9	24	4.0	
建行	4.24	审慎推荐	5.16	22	1.98	1.83	3.0	8.0	1.15	12.2	2	3	9.1	15	17.3	23	4.0	
中行	2.52	中性	3.51	39	1.59	1.52	3.0	8.0	1.20	12.6	0	3	8.4	15	15.6	26	4.0	
交行	4.91	中性	6.72	37	1.69	1.58	3.0	8.0	1.15	12.2	2	3	9.1	15	15.5	26	4.0	
招行	12.82	审慎推荐	17.68	38	2.36	2.09	3.0	8.0	1.10	11.8	-2	3	10.0	15	16.8	24	4.0	
中信	2.58	审慎推荐	3.83	48	1.28	1.20	3.0	8.0	1.15	12.2	-2	3	7.9	15	13.4	30	4.0	
A股																		
工行	3.87	审慎推荐	4.38	13	2.24	2.05	2.5	8.0	1.11	11.4	9	3	8.9	15	16.9	24	4.0	
建行	4.25	审慎推荐	5.05	19	2.19	1.97	2.5	8.0	1.15	11.7	2	3	9.1	15	17.3	23	4.0	
中行	3.14	中性	3.37	7	1.73	1.61	2.5	8.0	1.20	12.1	0	3	8.4	15	15.6	26	4.0	
交行	4.79	中性	6.49	35	1.86	1.68	2.5	8.0	1.15	11.7	2	3	9.1	15	15.5	26	4.0	
招行	12.49	审慎推荐	17.22	38	2.61	2.23	2.5	8.0	1.10	11.3	-2	3	10.0	15	16.8	24	4.0	
中信	4.15	中性	3.83	-8	1.45	1.33	2.5	8.0	1.15	11.7	-2	3	9.9	15	13.4	30	4.0	
民生	4.25	中性	4.70	11	1.47	1.27	2.5	8.0	1.30	12.9	1	3	10.0	15	13.3	30	4.0	
深发展	9.65	中性	11.58	20	1.57	1.36	2.5	8.0	1.25	12.5		3	10.5	15	12.4	32	4.0	
浦发	12.90	中性	14.92	16	1.88	1.61	2.5	8.0	1.20	12.1	-12	3	9.7	15	12.5	32	4.0	
兴业	14.69	中性	18.80	28	1.64	1.42	2.5	8.0	1.30	12.9	2	3	9.8	15	13.5	30	4.0	
华夏	7.88	中性	10.18	29	1.62	1.46	2.5	8.0	1.25	12.5	8	3	10.0	15	12.7	32	4.0	
北京	8.54	审慎推荐	10.66	25	1.85	1.63	2.5	8.0	1.15	11.7	2	3	9.9	15	14.5	28	4.0	
宁波	7.30	无评级	6.81	-7	1.76	1.62	2.5	8.0	1.30	12.9	-3	3	10.7	15	16.4	25	4.0	
南京	9.01	审慎推荐	10.08	12	1.57	1.44	2.5	8.0	1.20	12.1	8	3	10.1	15	12.6	32	4.0	

资料来源: 中金公司研究部

盈利预测调整和投资评级汇总

投资评级		最新盈利预测(EPS)			盈利预测调整幅度			调整后盈利增速	
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	09E	10E
H股									
工行	审慎推荐	0.33	0.34	0.35	-8	-7	-5	4	3
建行	审慎推荐	0.40	0.41	0.42	-12	-14	-7	2	2
中行	中性	0.28	0.26	0.28	1	0	0	-8	10
交行	中性	0.58	0.58	0.60	-11	-7	5	1	4
招行	审慎推荐	1.44	1.18	1.40	-2	-19	-12	-18	18
中信	审慎推荐	0.36	0.31	0.35	-10	-19	-7	-14	12
A股									
工行	审慎推荐	0.33	0.34	0.35	-8	-7	-5	4	3
建行	审慎推荐	0.40	0.41	0.42	-12	-14	-7	2	2
中行	中性	0.28	0.26	0.28	1	0	0	-8	10
交行	中性	0.58	0.58	0.60	-11	-7	5	1	4
招行	审慎推荐	1.44	1.18	1.40	-2	-19	-12	-18	18
中信	中性	0.36	0.31	0.35	-10	-19	-7	-14	12
浦发	中性	1.84	1.64	1.79	-8	-13	8	-11	9
民生	中性	0.56	0.50	0.57	-6	-10	-11	-10	13
兴业	中性	2.31	2.26	2.39	-6	-8	7	-2	6
深发展	中性	1.31	1.32	1.34	-2	5	17	1	2
华夏	中性	0.80	0.84	0.93	-7	2	-3	5	11
北京	审慎推荐	0.89	0.91	0.93	-6	-12	-11	2	2
南京	审慎推荐	0.79	0.82	0.92	-2	-4	2	4	12
宁波	无评级	0.55	0.49	0.52	-2	1	-4	-11	6

资料来源：中金公司研究部；

09 年非流通股解禁时间表

百万股	解禁时间	解禁股份总数	占流通股比例	主要解禁股东及持股数
A股2009年限售股解禁汇总				
工行	2009-10-27	236,012	1579%	财政部: 118,006mn 汇金公司: 118,006mn
中行	2009-7-5	171,325	2638%	汇金公司: 171,325mn
招行	2009-2-27	4,799	66%	招商局轮船: 1,782mn 中国远洋: 948mn 广州海运: 565mn
浦发	2009-5-12	649	13%	上海国际集团: 649mn
民生	2009-6-23	928	0.1%	中国人寿: 928mn
华夏	2009-6-6	1,557	71%	首钢集团: 300mn 国家电网: 240mn 红塔集团: 210mn 德意志银行: 120mn
深发展	2009-6-20	136	5%	新桥集团: 136mn
H股2009年限售股解禁汇总				
工行	2009-4-28	12,092	15%	高盛集团: 8,238mn 安联集团: 3,126mn 美国运通: 638mn
	2009-6-29	7,051	8%	社保基金: 7,051mn
	2009-10-20	19,143	23%	高盛集团: 8,238mn 安联集团: 3,126mn 美国运通: 638mn
				社保基金: 7,051mn
中行	2009-3-13	8,377	11%	社保基金: 8,377mn
	2008-12-30	14,356	19%	富登金融(淡马锡): 10,471mn 瑞士银行集团: 3,378mn
	2008-12-31	20,943	28%	亚洲开发银行: 507mn 苏格兰皇家银行: 20,943mn

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

估值比较

	股价 (当地 货币)	总股本 百万股	流通股 百万股	总市值 (当地货币, 十亿)	PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速										
					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	08E	09E	08-10 CAGR								
A股																											
国有大银行																											
工商银行	3.87	334,019	12,065	1293	1.89	2.02	1.89	1.70	1.02	1.19	1.12	1.04	16.2	18.8	17.9	16.9	33.3	4.4	3.7								
建设银行	4.25	233,689	9,000	993	2.13	2.21	1.92	1.75	1.15	1.33	1.21	1.08	18.4	20.6	18.7	17.2	35.0	2.8	2.5								
中国银行	3.23	253,839	6,494	820	1.93	2.08	1.72	1.61	1.10	1.14	0.95	0.93	13.0	14.9	13.3	13.7	25.2	-8.0	0.5								
交通银行	4.79	48,994	2,233	235	1.96	2.03	1.72	1.61	1.07	1.22	1.05	0.94	18.2	19.6	17.5	16.4	54.7	-9.8	-3.2								
中小股份制银行																											
招商银行	12.49	14,703	7,246	184	2.17	2.44	1.84	1.70	1.36	1.50	1.05	1.04	24.8	27.7	19.1	19.5	56.9	-27.2	-7.3								
中信银行	4.15	39,033	1,785	162	1.88	2.12	1.61	1.63	0.97	1.31	0.97	0.93	14.4	15.8	12.2	12.6	70.6	25.0	-1.9								
民生银行	4.25	18,823	15,729	80	1.39	1.83	1.44	1.50	0.77	1.06	0.81	0.77	18.2	20.6	16.9	16.5	66.9	-10.4	0.6								
浦发银行	12.90	5,661	4,600	73	1.81	1.77	1.42	1.42	0.69	1.02	0.76	0.71	20.7	32.1	21.1	18.3	45.9	-22.1	-1.4								
兴业银行	14.69	5,000	3,980	73	1.71	1.91	1.71	1.54	1.17	1.25	1.04	0.94	31.2	26.4	21.3	19.4	34.8	-2.3	1.7								
华夏银行	7.88	4,997	1,687	39	1.43	1.40	1.38	1.28	0.41	0.62	0.55	0.53	17.0	19.4	14.1	14.0	59.5	5.4	8.0								
深发展	9.65	3,105	1,757	30	1.88	2.00	1.71	1.51	0.86	1.02	0.84	0.71	27.0	25.5	19.5	16.8	13.0	0.7	1.1								
城市商业银行																											
北京银行	8.54	6,228	1,200	53	1.67	2.22	1.95	1.63	1.07	1.44	1.23	1.03	18.3	19.0	16.7	15.1	64.9	2.2	2.3								
南京银行	9.01	1,837	630	17	1.83	2.27	2.17	1.95	1.36	1.66	1.39	1.17	14.5	13.9	13.5	12.7	58.8	5.8	4.0								
宁波银行	7.30	2,500	450	18	1.94	2.06	1.81	1.81	1.44	1.58	1.11	0.95	17.0	16.3	13.3	12.9	45.2	-10.9	-2.9								
H股																											
大型银行																											
工商银行	3.91	334,019	83,057	1306	1.89	2.02	1.89	1.70	1.02	1.19	1.12	1.04	16.2	18.8	17.9	16.9	33.3	4.4	3.7								
建设银行	4.24	233,689	52,271	991	2.13	2.21	1.92	1.75	1.15	1.33	1.21	1.08	18.4	20.6	18.7	17.2	35.0	2.8	2.5								
中国银行	2.34	253,839	76,020	594	1.93	2.08	1.72	1.61	1.10	1.14	0.95	0.93	13.0	14.9	13.3	13.7	25.2	-8.0	0.5								
交通银行	4.91	48,994	6,734	241	1.96	2.03	1.72	1.61	1.07	1.22	1.05	0.94	18.2	19.6	17.5	16.4	54.7	-9.8	-3.2								
中小股份制银行																											
招商银行	12.82	14,703	2,662	188	2.17	2.44	1.84	1.70	1.36	1.50	1.05	1.04	24.8	27.7	19.1	19.5	56.9	-27.2	-7.3								
中信银行	2.58	39,033	12,402	101	1.88	2.12	1.61	1.63	0.97	1.31	0.97	0.93	14.4	15.8	12.2	12.6	70.6	25.0	-1.9								
					每股收益				每股净资产				市值/拨备前利润				市盈率				市净率			股息收益率			
					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	08E	09E	10E
A股																											
国有大银行																											
工商银行	0.24	0.33	0.34	0.35	1.61	1.81	1.96	2.14	8.5	7.0	6.8	6.8	15.9	11.9	11.4	11.1	2.40	2.14	1.98	1.81	5.0	4.4	4.5				
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.42	1.81	2.07	2.31	2.56	7.7	6.4	6.5	6.3	14.4	10.7	10.4	10.1	2.35	2.05	1.84	1.66	4.2	3.9	3.9				
中国银行	0.22	0.28	0.26	0.28	1.66	1.83	1.95	2.10	7.5	6.2	6.6	6.4	14.6	11.6	12.7	11.5	1.95	1.76	1.66	1.54	4.3	4.0	4.3				
交通银行	0.42	0.64	0.58	0.60	2.72	3.15	3.50	3.87	6.3	5.0	5.0	4.6	11.5	7.4	8.2	7.9	1.76	1.52	1.37	1.24	4.8	4.9	5.0				
中小股份制银行																											
招商银行	1.04	1.63	1.18	1.40	4.62	5.79	6.61	7.71	7.5	5.3	6.0	5.5	12.0	7.7	10.6	8.9	2.70	2.16	1.89	1.62	2.9	2.4	2.8				
中信银行	0.21	0.36	0.45	0.35	2.15	2.46	2.65	2.89	10.0	7.0	8.0	6.8	19.5	11.4	9.1	11.9	1.93	1.68	1.57	1.44	3.1	2.6	3.0				
民生银行	0.34	0.56	0.50	0.57	2.67	2.78	3.20	3.69	7.0	4.4	4.8	3.9	12.6	7.6	8.4	7.5	1.59	1.53	1.33	1.15	2.0	1.8	2.0				
浦发银行	1.26	1.84	1.44	1.57	6.50	6.49	7.95	9.24	3.9	4.0	4.8	4.1	10.2	7.0	9.0	8.2	1.99	1.99	1.62	1.40	3.6	2.2	2.4				
兴业银行	1.72	2.31	2.26	2.39	7.78	9.77	11.46	13.29	5.9	4.2	4.0	3.7	8.6	6.3	6.5	6.1	1.89	1.50	1.28	1.11	3.9	3.8	4.1				
华夏银行	0.50	0.80	0.84	0.93	3.11	5.63	6.27	6.99	4.5	4.3	3.8	3.5	15.8	9.9	9.4	8.5	2.53	1.40	1.26	1.13	2.5	2.7	3.0				
深发展	1.16	1.31	1.32	1.34	5.67	6.07	7.39	8.52	3.8	3.8	3.6	3.4	8.4	7.4	7.3	7.2	1.70	1.59	1.31	1.13	0.0	0.0	2.1				
城市商业银行																											
北京银行	0.54	0.89	0.91	0.93	4.28	5.05	5.78	6.52	10.1	6.2	5.9	5.8	15.9	9.6	9.4	9.2	1.99	1.69	1.48	1.31	2.1	2.1	2.2				
南京银行	0.50	0.79	0.83	0.85	5.41	5.90	6.42	6.94	13.5	8.4	7.0	6.4	18.2	11.5	10.8	10.6	1.66	1.53	1.40	1.30	3.5	3.7	3.8				
宁波银行	0.38	0.55	0.49	0.52	3.21	3.56	3.86	4.21	14.2	10.2	9.1	7.4	19.2	13.2	14.8	14.0	2.27	2.05	1.89	1.73	2.6	2.4	2.5				
A股大银行平均																											
									7.5	6.1	6.2	6.0	14.1	10.4	10.7	10.2	2.12	1.87	1.71	1.56	4.6	4.3	4.5				
A股中小银行平均																											
									6.1	4.7	5.0	4.4	12.4	8.2	8.6	8.3	2.05	1.69	1.46	1.28	2.6	2.2	2.8				
A股城商行平均																											
									12.6	8.3	7.3	6.5	17.8	11.4	11.7	11.3	1.98	1.76	1.59	1.45	2.7	2.7	2.8				
A股银行平均																											
									7.9	5.9	5.8	5.3	14.0	9.5	9.9	9.5	2.05	1.76	1.56	1.40	3.2	2.9	3.3				
H股																											
大型银行																											
工商银行	0.24	0.33	0.34	0.35	1.61	1.81	1.96	2.14	8.1	6.1	6.0	6.2	15.1	10.4	10.2	10.2	2.29	1.87	1.76	1.66	5.8	4.9	4.9				
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.42	1.81	2.07	2.31	2.56	7.3	5.6	5.7	5.7	13.5	9.2	9.1	9.2	2.21	1.77	1.62	1.51	4.9	4.4	4.4				
中国银行	0.22	0.28	0.26	0.28	1.66	1.83	1.95	2.10	5.1	3.9	4.2	4.2	9.9	7.3	8.1	7.6	1.33	1.11	1.06	1.01	6.8	6.2	6.6				
交通银行	0.42	0.64	0.58	0.60	2.72	3.15	3.50	3.87	6.0	4.4	4.6	4.3	11.1	6.6	7.5	7.4	1.70	1.35	1.24	1.15	5.4	5.4	5.4				
中小股份制银行																											
招商银行	1.04	1.63	1.18	1.40	4.62	5.79	6.61	7.71	7.3	4.7	5.4	5.1	11.6	6.8	9.6	8.3	2.61	1.92	1.71	1.51	3.2	2.6	3.0				
中信银行	0.21	0.36	0.45	0.35	2.15	2.46	2.65	2.89	5.9	3.8	4.4	3.8	11.4	6.1	5.0	6.7	1.13	0.91	0.86	0.81	5.7	4.8	5.2				
H股银行平均																											
									6.6	4.7	5.1	4.9	12.1	7.7	8.2	8.2	1.88	1.49	1.38	1.28	5.3	4.7	4.4				

不良贷款风险可控

经济下行周期中，资产质量恶化的风险不断上升。我们通过历史比较、国际比较和自下而上的行业分析认为未来两年中国银行业不良贷款率将上升 1-2 个百分点，上市银行不良率将上升 0.69 个百分点至 2.85%。

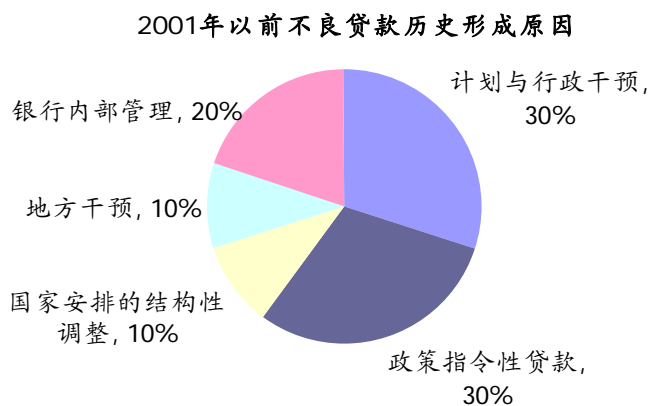
不良贷款率：是否回到十年前？

历史上高不良率的形成原因多样化

10 年前中国银行业不良贷款率一度处于较高水平，2002 年国有银行不良贷款率曾经高达 22.4%。即使是招行、民生、浦发等银行不良率也达到 5.5%。

然而，根据央行在 01-02 年的抽样调查统计，在不良资产的形成中，由于计划与行政干预而造成的约占 30%，政策上要求国有银行支持国有企业而国有企业违约的约占 30%，国家安排的关、停、并、转等结构性调整约占 10%，地方干预，包括司法、执法方面对债权人保护不利的约占 10%，而由于国有商业银行内部管理原因形成的不良贷款占全部不良贷款的 20%。

图 1：2001 年以前不良贷款历史形成原因



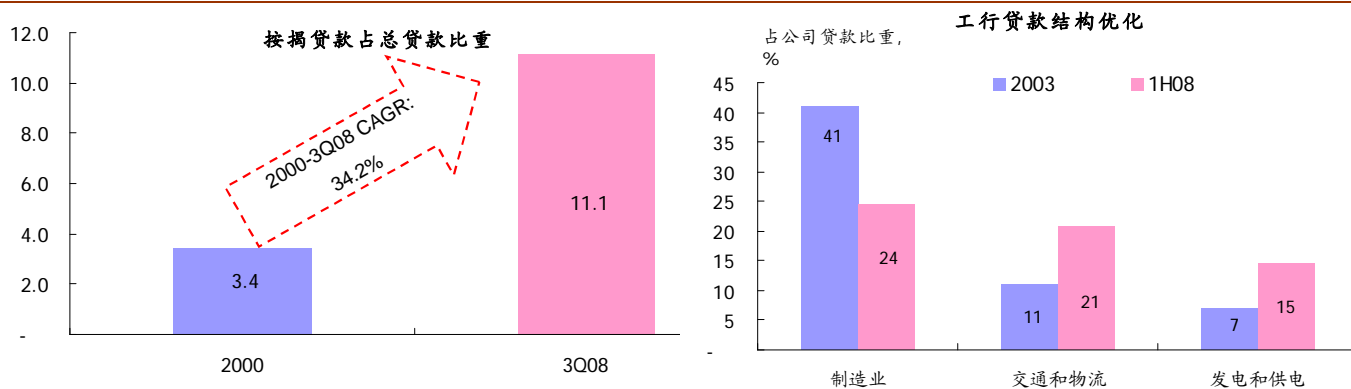
资料来源：人民银行、中金公司研究部

十年中，银行业务结构的改善

银行改制上市以来，经营管理、业务结构等方面均有显著改善，这也降低了不良贷款率回到十年前的可能性。姑且不论风险管理能力的提升，仅从贷款品种和行业分布上来看，银行的潜在不良率高点也显著降低：

- **低风险的按揭贷款占比大幅提升。**无论从中国银行业的历史上来看，还是从香港、美国的经验来分析，按揭贷款的不良率都低于同期公司贷款数据。因此，按揭贷款占比上升能有效降低贷款组合的风险。中国银行业的按揭贷款自 2000 年以来年均增速达到 34%，显著高于行业的平均贷款增速 15%，其占比由 2000 年的 3.4% 大幅提升至 08 年 9 月末的 11.1%。
- **公司贷款行业结构的风险度显著降低。**一般而言，公用事业和交通运输等抗周期性行业的贷款风险小于制造业。在利差保护且银行风险定价能力仍有待完善的情况下，中国银行业的贷款投向更加倾向于低风险行业。以工行为例，交通和物流行业贷款占公司贷款比例由 03 年的 11% 升至 08 年中期的 21%，发电和供电行业的贷款占比也由 7% 上升至 15%，而高风险的制造业贷款占比则由 41% 大幅下降至 24%。

图 2：贷款结构改善：低风险的按揭贷款大幅提升（左）/公司贷款行业结构风险偏好显著降低（右）



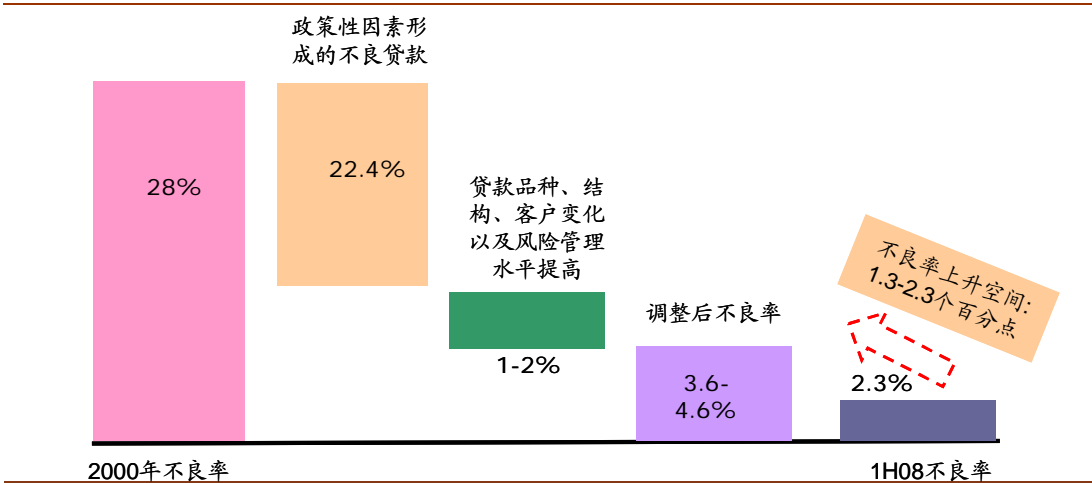
资料来源：银监会、公司数据，中金公司研究部

潜在不良率高点约为 3.6-4.6%

根据数据的可获得性，我们通过工行、建行、中行、招行、民生、浦发和深发展的数据构建了样本银行组合对潜在的不良率高点进行分析。

样本银行 2000 年的不良率水平约为 28%。根据央行的结论，其中 22.4 个百分点是政策性因素造成的。经过改制、剥离、上市，这部分不良贷款难以重现。同时，银行贷款品种和行业结构的改善、风控水平的提高也可能带来 1-2 个百分点的不良率改善，调整后的潜在不良率高点约为 3.6-4.6%。对比目前样本银行 2.3% 的不良率水平，经济下行周期中不良率上升的空间大约有 1.3-2.3 个百分点。

图 3: 潜在的不良率高点约为 3.6-4.6% (样本银行)



资料来源：央行，银监会、公司数据，中金公司研究部；说明：银行样本包括工行、建行、中行、招行、民生、浦发和深发展

它山之石，可以攻玉

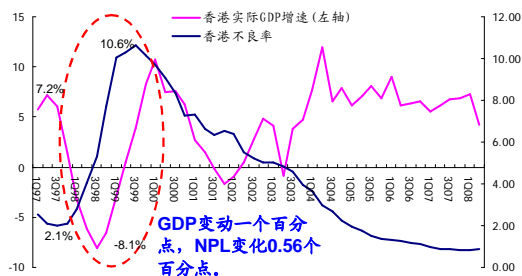
经济周期与银行资产质量的变动密切相关。在这一层面上，我们比较了香港、台湾和其他亚太地区的情况：

- 香港：98 年亚洲金融危机期间，香港 GDP 增速由 7.2% 的顶点快速滑落至 -8.1%，银行业的不良率则由 2.1% 飙升至高点时的 10.6%。这相当于 GDP 每变动一个百分点，不良率将反向变动 0.56 个百分点。
- 台湾：与香港类似，在 01 年互联网泡沫破灭期间，GDP 增速由 6.5% 大幅下滑至 -4.6%，不良率则由 4% 攀升至最高点的 8.8%。GDP 增速与不良率之间的弹性系数也大约等于 0.56。
- 亚太地区：我们选取了香港、台湾、马来西亚、韩国、新加坡、印度、菲律宾、印尼和泰国 9 个国家和地区在 96-07 年间的有效数据进行 GDP 增速和不良率的统计分析，结果显示亚太地区经济增速每变动 1 个百分点，不良率将变动约 0.7 个百分点。

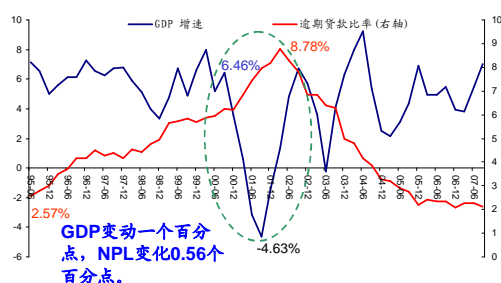
中金宏观组预测中国 2010 年 GDP 增速将由 07 年的 11.9% 回落至 7.8%，自上而下来看，GDP 增速下滑 4 个百分点令中国银行业的不良率可能上升 2-2.5 个百分点。

图 4：亚太地区国家 GDP 和不良率的关系

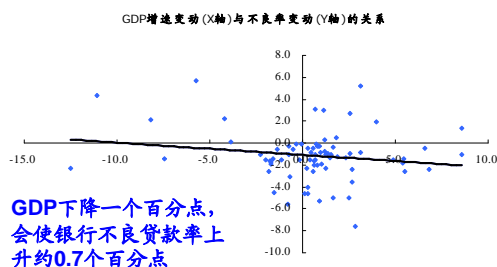
香港GDP和不良贷款率



台湾GDP和不良贷款率



亚太区GDP/不良贷款关系



中国GDP增速下降？个百分点



资料来源：CEIC, IMF, 中金公司研究部

自下而上，加总分析

结合主要行业的运行情况，我们对银行未来两年不良贷款的生成率进行了自下而上的分析。我们认为风险将主要来自于制造业、商贸和房地产行业贷款，预计未来两年这些行业的不良生成率分别达到 4.5%、4.5% 和 3.0%，上市银行总体的不良率将上升 0.69 个百分点至 2.85%。

1. 制造业贷款

制造业贷款风险较高。2007 年底制造业贷款约占主要商业银行贷款总额的 25.2%，占比最大，其 07 年底不良率也高达 8.89%。制造业产能过剩是银行资产质量的最大隐患，特别是在外需放缓的情况下更显严重。

制造业贷款主要集中于化工、钢铁、机械、纺织和电子行业。从银行披露的制造业贷款的行业细分数据来看，工行 1H08 的制造业贷款中，化工、机械、钢铁、纺织和金属加工业的占比均超过 10%。此外，建行，交行和招行分别披露了 06 年和 05 年的制造业贷款的行业细分结构，占比超过 10% 的行业主要为钢铁、化工、机械、电子和纺织服装行业（表 1）。

主要制造业利息覆盖倍数未回到 1999 年水平。如果这五大行业 09 年、10 年税前利润增速为 -23% 和 0%，贷款利率降至 4.5%，各行业的利息覆盖倍数均较 06-07 年的高水平显著回落，但是仍未回到 99 年水平，但有色和纺织行业风险相对较大：

- 上游行业利息覆盖倍数由 08 年的 5.1 倍回落至 10 年的 3.4 倍, 介于 02-03 年的情况, 但是仍高于 99 年的 1.4 倍。其中, 有色金属行业较为危险, 利息覆盖倍数将于 10 年降至 1.9 倍, 接近 2000 年水平。
- 下游行业利息覆盖倍数由 08 年的 6.6 倍回落至 10 年的 5.1 倍, 接近 03 年的情况, 但是仍大幅高于 99 年的 2.1 倍。其中, 纺织服装行业较为危险, 利息覆盖倍数将于 10 年降至 3.0 倍, 接近 01 年水平。

表 1：制造业贷款主要集中于化工、钢铁、机械、纺织和电子行业

人民币, 百万元	工行 1H08		建行 2006		交行 2006		招行 2005	
	金额	占比 %	金额	占比 %	金额	占比 %	金额	占比 %
化工	128,035	16.6	58,436	11.4	41,227	17.1	6,372	8.4
机械	104,566	13.6	23,166	4.5	25,592	10.6	16,672	22.0
钢铁	88,738	11.5	66,807	13.1	26,448	11.0	-	-
纺织	80,366	10.4	23,952	4.7	20,420	8.5	7,783	10.3
金属加工	82,350	10.7	29,219	5.7	-	-	6,692	8.8
石油加工	39,745	5.2	21,346	4.2	-	-	-	-
汽车	48,068	6.2	-	-	-	-	-	-
电子	40,111	5.2	40,160	7.9	26,917	11.2	12,077	15.9
水泥	31,791	4.1	-	-	-	-	-	-
其他	127,000	16.5	247,349	48.5	100,141	41.6	26,139	34.5
制造业小计	770,770	100.0	510,435	100.0	240,745	100.0	75,735	100.0
前5大制造业	484,055	62.8	201,580	39.5	113,687	47.2	37,519	49.5

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

表 2：主要制造业利息覆盖倍数未回到 1999 年水平

税前利润 (人民币, 亿元)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007-11	2008E	2009E	2010E
上游企业												
煤炭开采业和洗选业	-	-	-	-	138	307	552	677	872	1,522	1,172	1,097
同比增长						123%	80%	23%	48%	60%	-23%	-6%
造纸及纸制品业	28	42	42	70	114	141	192	253	314	385	296	315
同比增长		52%	0%	66%	63%	23%	36%	32%	38%	12%	-23%	6%
石油化工业	103	203	140	322	579	1,124	835	803	1,729	1,736	1,337	1,243
同比增长		97%	-31%	131%	80%	94%	-26%	-4%	210%	-8%	-23%	-7%
钢铁	43	157	206	297	594	1,039	1,037	1,348	1,732	2,186	1,683	1,754
同比增长		269%	31%	45%	100%	75%	0%	30%	48%	16%	-23%	4%
有色金属及其他金属制品业	84	188	245	277	589	909	1,124	1,822	2,194	1,471	1,133	599
同比增长		125%	30%	13%	113%	54%	24%	62%	39%	-39%	-23%	-47%
上游企业合计	257	591	633	967	2,014	3,520	3,740	4,903	6,841	7,299	5,620	5,008
同比增长		130%	7%	53%	108%	75%	6%	31%	52%	-2%	-23%	-11%
下游企业												
食品饮料制造业	123	205	249	296	422	537	803	664	1,368	1,479	1,139	1,308
同比增长		67%	22%	19%	43%	27%	50%	-17%	45%	-1%	-23%	15%
纺织服装业	96	213	225	289	372	432	621	463	896	975	751	788
同比增长		121%	6%	28%	29%	16%	44%	-25%	31%	0%	-23%	5%
医药制造业	57	84	111	134	256	280	336	371	499	553	426	490
同比增长		48%	32%	21%	92%	9%	20%	10%	51%	2%	-23%	15%
机械制造业	166	216	256	359	543	1,128	1,524	1,242	2,655	2,233	1,719	1,960
同比增长		30%	19%	40%	51%	108%	35%	-18%	46%	-23%	-23%	14%
汽车制造业	125	187	293	481	772	772	657	983	1,439	1,529	1,177	1,248
同比增长		49%	57%	64%	61%	0%	-15%	50%	72%	-3%	-23%	6%
电子及通信设备制造业	199	339	332	323	592	822	873	1,075	1,167	1,619	1,247	1,247
同比增长		70%	-2%	-2%	83%	39%	6%	23%	21%	27%	-23%	0%
下游企业合计	766	1,243	1,466	1,882	2,958	3,971	4,813	4,799	8,023	8,387	6,458	7,041
同比增长		62%	18%	28%	57%	34%	21%	0%	82%	-4%	-23%	9%
主要制造业税前利润	1,023	1,834	2,099	2,849	4,972	7,490	8,553	9,702	14,864	15,686	12,078	12,049
同比增长		79%	14%	36%	75%	51%	14%	13%	67%	-3%	-23%	0%
偿债利息倍数												
上游企业	1.4	2.0	2.2	2.8	4.0	5.4	5.1	5.1	5.8	5.1	4.3	3.4
煤炭开采业和洗选业					3.3	5.4	8.0	8.2	7.9	10.6	8.7	7.0
造纸及纸制品业	1.8	2.1	2.0	2.5	2.9	3.2	3.9	3.8	4.3	4.3	3.6	3.3
石油化工业	1.4	2.0	1.8	2.6	3.9	6.2	4.5	3.4	5.5	4.6	3.9	3.2
钢铁	1.3	2.2	2.9	3.3	5.0	6.7	5.9	5.6	5.6	5.7	4.8	4.3
有色金属及其他金属制品业	1.4	2.0	2.4	2.7	3.8	4.5	4.7	5.7	5.9	3.7	3.1	1.9
下游企业	2.1	3.0	3.5	4.1	5.0	5.9	6.4	7.1	7.7	6.6	5.5	5.1
食品饮料制造业	1.8	2.6	3.2	3.5	4.2	4.6	5.7	6.3	7.1	6.3	5.3	5.1
纺织服装业	1.6	2.6	2.9	3.3	3.5	3.6	4.0	4.0	4.2	3.8	3.3	3.0
医药制造业	2.6	3.5	4.1	4.5	5.8	5.9	6.0	5.8	6.9	6.2	5.2	5.0
机械制造业	1.8	2.2	2.5	3.1	3.5	5.9	7.0	7.2	7.9	5.7	4.8	4.6
汽车制造业	2.0	2.8	4.3	6.5	8.8	8.3	7.6	8.7	11.4	9.9	8.1	7.3
电子及通信设备制造业	4.2	7.2	7.2	6.2	7.0	8.9	10.9	11.2	13.0	14.4	11.7	9.9

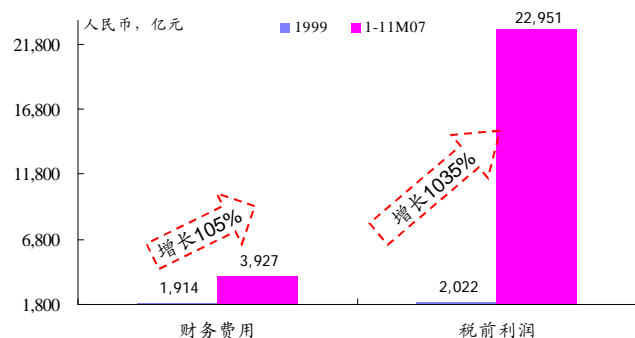
资料来源：CEIC，中金公司研究部；

此外，工业企业经营情况相比十年前有较大差异，因此我们认为制造业不良率回到十年前的可能性较小：

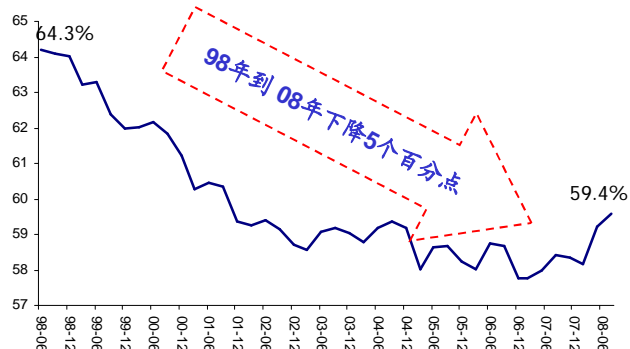
- **税前利润增速远超过财务费用增长。**99 年至 07 年，工业企业税前利润大幅增长 10 倍的情况下，财务费用增长仅 105%，偿债能力大幅提升。
- **工业企业资产负债率下降，**98 年至 08 年下降约 5 个百分点至 59.4%，违约风险有所下降。
- **贷款利率低于 98-99 年水平。**98 年加权平均贷款利率高达 7.56%，而经过央行近期大幅降息之后，我们预计 09 年的贷款利率水平将降至 5% 以下，进而减轻企业的利息负担。
- **部分行业集中度提高。**如煤炭行业前四大企业的市场份额在 98 至 07 年期间提升 14 个百分点至 21%，水泥行业前十大企业的市场份额在 2000 至 07 年期间提升 16 个百分点至 20%。

图 5：工业企业资产负债率下降、利润增速远超财务费用增长

税前利润增速远超过财务费用增长

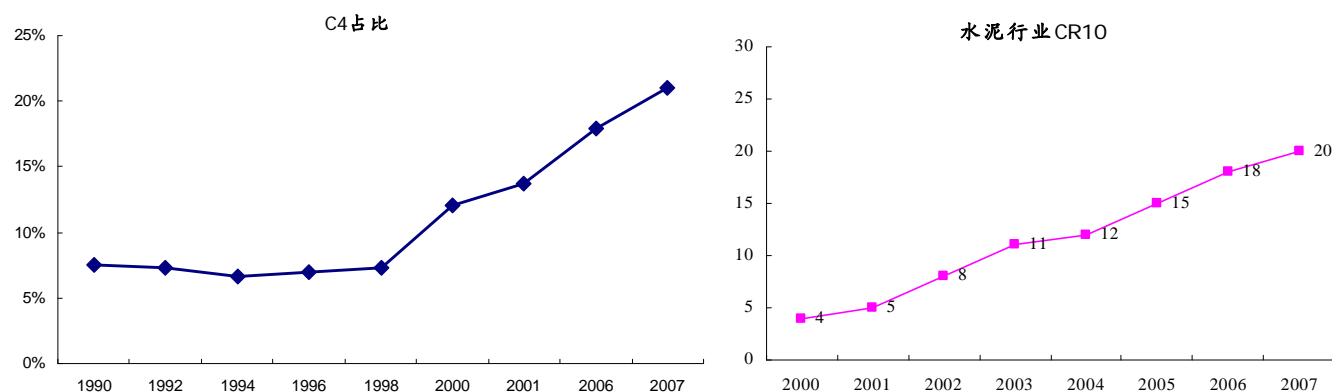


工业企业资产负债率情况



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 6：煤炭（左）和水泥（右）行业的集中度大幅提升



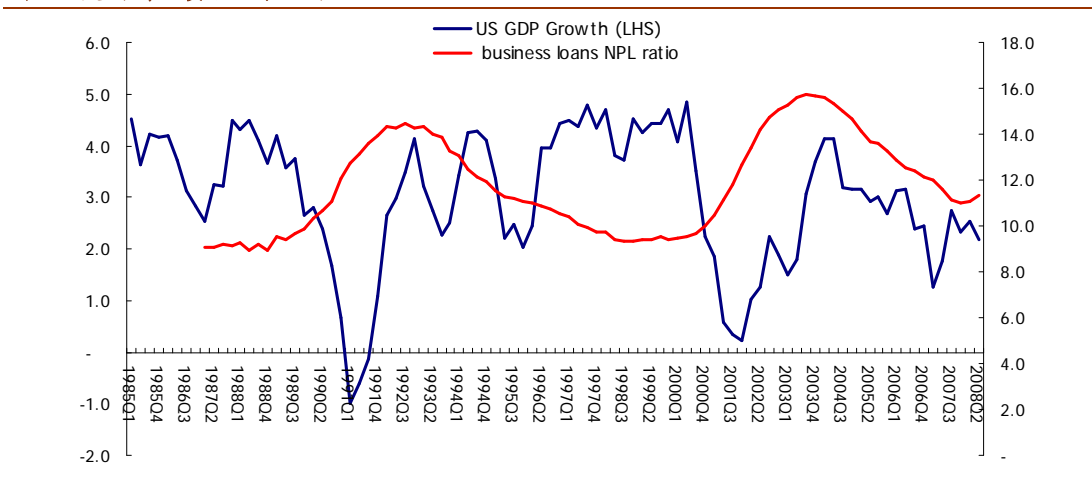
资料来源：CEIC，中金公司研究部；

美国商业贷款不良变动的启示。参考美国的商业贷款（主要是商业和工业贷款）不良的变动，80年代至今经历的两次经济调整期间，加回核销的不良贷款达到顶峰时的新增分别相当于期初贷款余额的 3.4% 和 4.7%：

- 3Q89 至 2Q91 期间，美国经历了两年的经济衰退，GDP 增速由 3.8% 快速下滑至 -0.6%，商业贷款不良余额（加回核销）由 3Q89 的 626 亿美元持续上升至 1Q93 的 848 亿美元，历经 3 年半时间达到顶峰。期间新增不良贷款相当于 3Q89 贷款余额的 3.4%。
- 2Q00 至 4Q01 期间，互联网泡沫破灭令美国经济增速由 4.8% 快速下滑至 0.2%，商业贷款不良余额（加回核销）在 3 年内增长约 519 亿美元，相当于期初贷款余额的 4.7%。

综合上述分析，我们假设未来两年中国制造业和商业业新增不良约为 08 年末贷款余额的 4.5%。

图 7：美国商业贷款不良变动



资料来源：美联储，中金公司研究部；

2. 房地产开发贷款

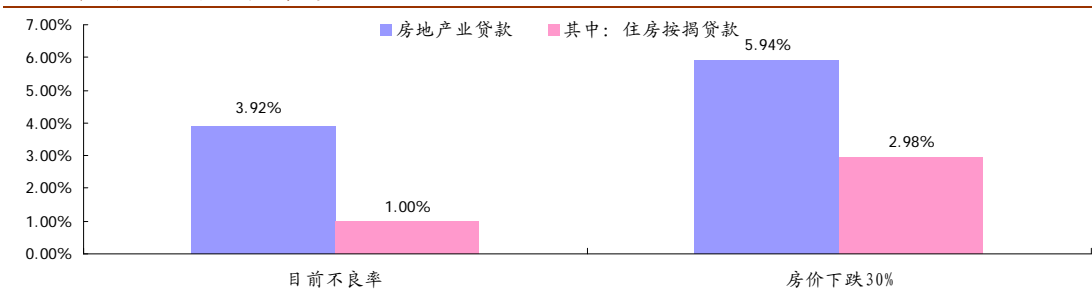
开发贷款风险可能在 09 上半年逐步体现。房地产市场的成交量依旧低迷，开发商的现金流持续吃紧，明年年初开始进入工程款结算高峰和到期还款高峰，风险会逐渐显性化。

根据某大型银行的内部压力测试，房价下跌 30% 时，开发类不良贷款余额将增长 72%，不良率上升 2.7 个百分点。

根据广东省银监局近期的压力测试结果，房价下跌 30% 将令房地产业贷款不良率上升 2.02 个百分点至 5.94%，其中按揭贷款不良率上升 1.98 个百分点至 2.98%。

我们因此谨慎预计未来两年房价下跌 30% 的情况下，开发贷款新增不良比例约为 3%。

图 8：广东银监局对房地产贷款的压力测试结果



资料来源：银监会，中金公司研究部；

3. 住房按揭贷款的风险可控

根据我们对北京、上海、广州、深圳、杭州、天津、重庆、成都、武汉和南京十大主要城市的住宅成交额和成交均价的分析，我们估计在相对于现价下跌 30% 的区间内，十大主要城市发放的按揭贷款约为 6520 亿元，占全国按揭贷款余额的比重为 20%。

负资产会令按揭贷款的违约率上升，我们谨慎假设中国 20% 的负资产购房者会违约，主要参考香港出现大规模负资产的时期仅有不到 10% 的负资产贷款转为不良贷款。

在房价下跌 30% 的情况下，买房价格相当于现价 90% 以上且两成首付的购房者会陷入负资产，预计将新增不良按揭贷款约 147 亿元，相当于十大城市新增按揭贷款的约 2.3% 成为不良，或十大城市按揭贷款余额的约 1%。

参考香港的情况，98 年 6 月至 01 年 3 月期间，香港房价指数下跌了 27%，按揭贷款的违约率（逾期 3 个月以上）由 0.29% 上升至 1.42% 的峰值，上升幅度为 113bp，不良余额由 12.9 亿上升到 73.7 亿元的峰值，相当于期初按揭余额中约 1.37% 转变为不良贷款。

我们假设未来两年中国十大主要城市房价下跌 30% 的情况下，按揭贷款新增不良约为 08 年末按揭余额的 1%。

表 3：房价下跌 30%，按揭不良形成率约为 1%

	负资产人群		十大城市按揭贷款 不良余额增加(十亿元)	新增按揭贷款中 转变为不良的比率	按揭贷款余额中 转变为不良的比率
	购房房价/当前房价	首付比例			
房价下跌30%	90-100%	20%	14.7	2.3%	1.0%
房价下跌40%	90-100%	<30%	44.1	6.8%	3.0%
	80-90%	20%			
房价下跌50%	90-100%	<40%	83.6	12.8%	5.6%
	80-90%	<30%			
	70-80%	<20%			

资料来源：CEIC，中金公司研究部；

4. 其他行业贷款

我们参考各行业历史最差的不良形成率和未来两年的环境变化，分别假设建筑、能源、交通运输和公共事业等行业的贷款未来两年新增不良贷款占 08 年末余额的比重分别为 3.0%、1.0%、1.2% 和 0.5%（表 4）。

表 4：各行业不良贷款形成率分析

	不良净形成率		两年新增不良 /08 年底贷款余 额	依据
	09 年	10 年		
制造业	180	237	450	1. 04-06 年，建行、中行、招行三年间制造业新增不良贷款分别相当于 03 年底制造业贷款余额的 2.7%、3.4% 和 4.2%。 2. 尽管 09-10 年外部需求放缓使产能过剩问题凸显，但工业企业负债率和利率水平的降低提高了债务偿还能力，制造业不良率不会回到 10 年前水平
商业贸易	225	197	450	3. 参考美国工商业贷款，80 年代至今经历的两次经济调整期间，顶峰时新增的不良贷款（已加回核销）分别相当于期初贷款余额的 3.4% 和 4.7%
房地产	150	132	300	参考某大型银行和广东省银监局的压力测试结果
建筑	120	158	300	--建筑业既包括房地产开发，也包括铁路、港口等基础设施建设 --假设建筑业不良贷款率回到 05 年水平，不良率会上升 1.9 个百分点。 --参考了房地产行业不良贷款率变化的情况
能源	50	44	100	--过去 4 年中不良贷款净形成率最高时为 1.04%；主要风险来自于对太阳能等新型能源企业的贷款
交通运输	54	58	120	--公路贷款面临政策性风险，过去 4 年中不良贷款净形成率最高时为 1.22%。
公共事业	23	24	50	--地方政府财政收入压力会带来一定风险，过去 4 年中不良贷款净形成率最高时为 0.48%。
其他公司贷款	56	60	125	
按揭贷款	50	44	100	1. 我们的测算显示，房价相比当前价格下跌 30% 情况下，新增不良相当于期初余额的 1% 2. 香港 98 年 6 月至 01 年 3 月期间，香港房价指数下跌了 27%，按揭贷款的违约率（逾期 3 个月以上）由 0.29% 上升至 1.42% 的峰值，上升幅度为 113bp，不良余额由 12.9 亿上升到 73.7 亿元的峰值，相当于期初按揭余额中约 1.37% 转变为不良贷款。
其他个人贷款	125	110	250	--其他个人贷款包括个人消费贷款（信用卡、汽车贷款、分期付款）、个人经营贷款等。 --美国的个人消费贷款核销率（charge-off ratio）在 90 年初经济波动、2000-2002 年、2006-2008 年经济波动中分别上升了 1.5、2.2 和 1.7 个百分点。国内个人消费贷款风险管理并不成熟，不良率上升幅度要大于美国。 --个人经营贷款多为以房产、存单等作为抵押的小企业主贷款或微型企业贷款，经济下降周期风险较大，但损失率不高。

资料来源：中金公司研究部

5. 上市银行不良贷款余额将上升 98%

我们将各银行的贷款重新分类为制造、商贸、房地产、建筑、能源、交运、公共事业和按揭，并运用上述估计的各行业贷款的不良形成率对各银行贷款组合的不良形成率进行测算。

此外，我们对各银行设置了不良形成率的调整系数以反映其风险管理能力和风险偏好的差异。具体而言，招行、工行、建行和北京银行的调整系数分别为 0.7、0.75、0.8 和 0.9 倍；民生、兴业、南京和宁波银行为 1.1 倍，其他银行为 1.0 倍。

据此计算，各银行 09 年不良净形成率介于 78-160bp，10 年介于 83-178bp。上市银行加回核销的不良贷款余额两年内上升 98%。

未来两年贷款规模接近 25% 的增长稀释了不良率的变化，因此上市银行 09、10 年不良率分别较 08 年末小幅上升 31bp 和 68bp，达到 2.47% 和 2.84%。

表 5: 上市银行不良贷款净形成率测算

1H08, %	两年新形成不良贷款比例 (bp)	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	深发展	华夏	北京	南京	宁波
调整系数		0.75	0.80	0.95	0.90	0.75	0.85	0.95	0.95	1.05	1.00	1.00	0.90	1.10	1.10
制造业	450	17.7	17.9	23.7	26.1	20.1	25.1	24.9	28.4	17.8	25.3	29.9	13.4	16.5	40.2
商业贸易	450	8.9	5.0	14.3	10.0	8.4	12.9	10.5	11.5	11.1	13.0	20.4	11.3	27.6	18.1
房地产	300	7.8	9.4	8.6	6.2	5.8	8.0	9.8	14.3	14.3	6.8	6.2	12.0	9.8	3.6
建筑	300	1.4	3.1	1.5	4.7	2.7	3.6	5.6	3.8	3.2	4.2	6.7	6.8	3.0	2.3
能源	100	10.6	11.6	11.0	8.3	7.4	8.5			4.9	3.7	5.7		2.1	0.3
交通运输	120	15.1	11.3	8.9	10.7	12.1	9.7	6.8	9.5	6.8	5.1	5.0	7.9	3.8	2.3
公共事业	50	1.7	3.6	3.8	0.9	1.3	1.6	6.2	5.7	6.4	12.0	7.3	2.2	3.2	3.5
其他公司贷款	150	18.5	16.3	4.1	17.5	16.6	17.6	20.2	9.8	5.2	1.9	6.4	37.2	20.2	3.6
个人贷款		18.4	21.8	24.0	15.5	25.6	12.9	16.0	17.0	30.3	28.1	12.3	9.3	13.8	26.2
按揭贷款	100	13.5	16.5	19.1	12.0	18.6	10.2	14.3	14.5	26.3	17.7	7.7	7.6	9.8	16.9
其他个人贷款	250	4.9	5.3	5.0	3.5	7.0	2.7	1.7	2.5	4.0	10.3	4.6	1.6	3.9	9.3
2009年预测															
09年不良净形成率		0.78	0.80	1.13	1.05	0.80	1.03	1.12	1.20	1.17	1.20	1.38	1.00	1.51	1.60
08年末不良余额	107,599	80,436	89,145	23,261	9,594	9,204	8,109	8,070	5,284	10,615	7,334	3,279	599	376	362,906
08年末不良率	2.39%	2.19%	2.73%	1.80%	1.23%	1.37%	1.25%	1.24%	1.11%	4.02%	2.07%	1.71%	1.55%	0.78%	2.15%
合计净新增	35,248	29,354	36,974	13,593	6,257	6,910	7,251	7,815	5,596	3,173	4,914	1,921	583	773	
核销与处置	(12,000)	(10,000)	(12,000)	(3,000)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(2,000)	(1,000)	(1,000)	(2,000)	(400)	(40)	(20)	(47,960)
09年末不良余额	130,846	99,790	114,119	33,854	14,351	14,614	13,860	13,886	9,880	12,788	10,248	4,800	1,142	1,129	475,308
09年末不良率	2.62%	2.39%	3.07%	2.26%	1.58%	1.84%	1.81%	1.81%	1.72%	4.04%	2.47%	2.00%	2.37%	1.80%	2.47%
2010年预测															
10年不良净形成率		0.83	0.86	1.19	1.16	0.86	1.11	1.23	1.31	1.21	1.29	1.50	1.06	1.52	1.78
合计净新增	41,366	35,656	44,450	17,414	7,793	8,850	9,409	10,056	6,942	4,083	6,242	2,538	734	1,114	
核销与处置	(12,000)	(10,000)	(12,000)	(3,000)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,000)	(1,500)	(1,000)	(2,000)	(400)	(40)	(20)	(47,460)
10年末不良余额	160,212	125,446	146,570	48,268	20,644	21,964	21,769	22,941	15,322	15,871	14,491	6,938	1,837	2,223	624,496
10年末不良率	2.90%	2.68%	3.46%	2.78%	1.96%	2.36%	2.41%	2.55%	2.23%	4.18%	2.98%	2.32%	3.05%	2.73%	2.84%
10vs08年末不良余额增长 (加回核销, 百万元)	76,613	65,010	81,424	31,007	14,050	15,760	16,660	17,871	12,538	7,256	11,156	4,459	1,318	1,887	357,010
10vs08 不良余额增长 (加回核销, %)	71	81	91	133	146	171	205	221	237	68	152	136	220	502	98
不良率上升	0.51%	0.49%	0.72%	0.98%	0.73%	1.00%	1.16%	1.31%	1.12%	0.15%	0.92%	0.61%	1.49%	1.95%	0.68%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部;

表 6：贷款规模增长稀释了不良率的上升速度

减值贷款率（%）	2004	2005	2006	2007	1H08	2008E	2009E	2010E	不良余额增长 10vs08	
									不加回核销	加回核销
招商银行	2.88	2.58	2.12	1.54	1.25	1.23	1.58	1.96	115	146
浦发银行	2.45	1.97	1.83	1.46	1.22	1.25	1.81	2.41	168	205
兴业银行	2.50	2.33	1.54	1.15	1.04	1.11	1.72	2.23	190	237
民生银行	1.31	1.28	1.25	1.22	1.21	1.24	1.81	2.55	184	221
华夏银行	3.96	3.05	2.73	2.25	2.06	2.07	2.47	2.98	98	152
深发展银行	11.41	9.35	7.98	5.62	4.64	4.02	4.04	4.18	50	68
工商银行	21.16	4.69	3.79	2.74	2.44	2.39	2.62	2.90	49	71
建设银行	3.92	3.84	3.29	2.60	2.21	2.19	2.38	2.65	56	81
交通银行	3.00	2.80	2.54	2.05	1.83	1.80	2.26	2.78	108	133
中国银行	5.51	4.90	4.24	3.17	2.69	2.73	3.07	3.46	64	91
中信银行	6.28	4.14	2.50	1.48	1.45	1.37	1.84	2.36	139	171
北京银行	4.53	4.38	3.58	2.06	1.74	1.71	2.00	2.32	112	136
宁波银行	0.96	0.61	0.33	0.36	0.40	0.78	1.80	2.73	491	502
南京银行	4.36	3.35	2.47	1.79	1.39	1.55	2.30	3.28	207	220
合计	4.48	4.07	3.36	2.51	2.18	2.15	2.46	2.84	72	98

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

09 年和 10 年盈利下降多少?

盈利取决于宏观经济变量的变化程度

未来两年银行的盈利状况将取决于宏观经济的走势, 根据中金宏观组的最新预测, 以及我们对货币政策走势的判断, 我们的模型中采用了如下宏观经济假设:

- GDP 增速 09 年和 10 年分别为 8% 和 7.8%。在财政政策刺激的作用下, 09 年经济增长将呈现前低后高的走势, 预计上半年和下半年的 GDP 增速分别为 7.5% 和 8.5%。
- 09 年和 10 年 CPI 分别为 2% 和 -0.5%。伴随着全球经济放缓, 我们预计通胀在 09 年将会显著下降, 10 年很可能进入通缩状态。
- 09 年全国平均房价下跌 15%-20%, 09 年底房地产市场趋于平稳。
- 09 年存款准备金率下降 3.5 个百分点至 10.5%, 10 年再下降 1.5 个百分点至 9%。
- 09 年 1 季度和 2 季度初各降息 54 个基点, 一年期存贷款利率分别降至 1.44% 和 4.5%; 活期存款利率和超额备付金利率均降为 0。
- 货币环境宽松, 债券市场和同业市场收益率相比 08 年中期下降 200 个基点, 09 年时 1 年期央票利率将下降至 1.5%-2%, 10 年基本持平。

表 7: 09 年和 10 年宏观经济环境假设

%	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
GDP 增速	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	9.3	8.0	7.8
CPI	3.2	3.9	1.8	1.5	4.8	6.2	1.0	0.8-1.2
M2 增速	19.6	14.6	17.6	16.9	16.7	16.0	15.0	14.5
房价, 同比	3.8	14.1	19.5	4.3	14.9	0.0	-15.0	0.0
1 年期贷款利率	5.31	5.58	5.58	6.12	7.47	5.58	4.50	4.50
变动 (基点)		27	0	54	135	-189	-108	0
1 年期存款利率	1.98	2.25	2.25	2.52	4.14	2.52	1.44	1.44
变动 (基点)		27	0	27	162	-162	-108	0
活期存款利率	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.36	0.00	0.00
变动 (基点)						-36	-36	0
法定存款准备金率	7.0	7.5	7.5	9.0	14.5	14.0	10.5	9.0
RMB/USD	8.28	8.28	8.07	7.81	7.30	6.71	6.84	7.05
升值幅度			2.5	3.2	6.5	8.1	-2.0	-3.0

资料来源: 中金公司研究部

信贷需求面临挑战，但尚不会减速

近两年，信贷需求主要来源于制造业和房地产业。06-07 年，约 50% 的新增贷款投向了制造业和房地产业（开发类和个人按揭贷款）。08 年前三季度，银行业新增贷款 3.5 万亿，其中超过 50% 为中长期贷款。在新增中长期贷款中，基础设施行业（44%）、制造业（12%）和房地产业（12%）是主要投向（图 9）。

09 年信贷需求面临挑战。09 年，面临经济增速放缓，制造业的经营环境不容乐观，其信贷需求可能大幅下降；而房地产开发商虽然急缺资金，但是商业银行的惜贷将令开发贷款的增长较为有限，个人按揭贷款在房价启稳、成交量回升之前，难以增长。08 年 10 月，行业的个人按揭贷款余额已经环比回落 6.7 亿元。缺少这两个主要信贷投放行业的需求，09 年的规模增长将面临挑战。

政府项目将部分弥补私人部门投资的下降。参考历史上的政府项目投资的资金来源，银行贷款占 40% 左右：

- **南水北调项目：**项目总投资约 1240 亿元，其资金来源中 30% 来自中央预算内拨款，25% 来自项目基金，45% 来自银行贷款；
- **98-02 年的国债项目：**全国国债项目总规模 32800 亿元，银行为国债项目配套贷款达 1.32 万亿元，占比为 40%。

根据 09 年计划的 2 万亿政府项目投资，我们预计银行配套贷款约 8000 亿元，相当于拉动 09 年贷款增速约 2.7 个百分点（8000 亿/30 万亿=2.7%）。

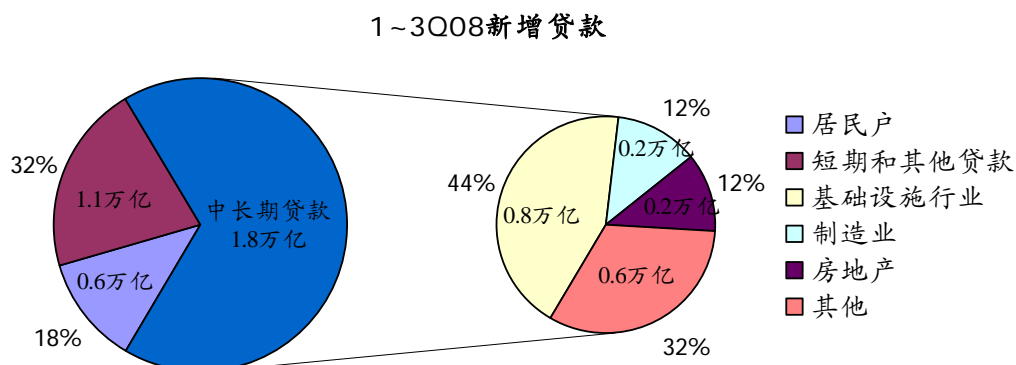
综合而言，我们预计 09 年新增贷款规模将于 08 年持平或略高，达到 4-4.5 万亿元，对应增速 14.6%。

表 8：制造业贷款和房地产相关贷款过去是主要的贷款投向

行业名称\项目	贷款余额（亿元）			06 新增		07 新增		余额占比	
	2005	2006	2007	贷款	占比	贷款	占比	2006	2007
贷款总计	150,102	172,094	205,035	21,992	100.0	32,942	100.0	100.0	100.0
A. 农林牧渔业	2,297	2,128	2,154	-168	-0.8	25	0.1	1.2	1.1
B. 采矿业	3,066	3,610	4,183	544	2.5	574	1.7	2.1	2.0
C. 制造业	38,215	42,954	51,619	4,739	21.5	8,665	26.3	25.0	25.2
D. 电力、燃气及水的生产和供应业	12,839	14,923	17,695	2,084	9.5	2,771	8.4	8.7	8.6
E. 建筑业	4,650	5,286	7,636	636	2.9	2,350	7.1	3.1	3.7
F. 交通运输、仓储和邮政业	13,065	16,185	18,633	3,120	14.2	2,449	7.4	9.4	9.1
G. 信息传输、计算机服务和软件业	3,274	2,636	2,422	-638	-2.9	-215	-0.7	1.5	1.2
H. 批发和零售业	12,667	13,755	16,522	1,088	4.9	2,767	8.4	8.0	8.1
I. 住宿和餐饮业	1,175	1,280	1,500	104	0.5	221	0.7	0.7	0.7
J. 金融业	1,708	3,087	2,449	1,379	6.3	-638	-1.9	1.8	1.2
K. 房地产业	11,830	14,412	18,434	2,583	11.7	4,022	12.2	8.4	9.0
L. 租赁和商务服务业	5,718	6,723	7,610	1,005	4.6	887	2.7	3.9	3.7
M. 科学研究、技术服务和地质勘查业	474	462	389	-11	-0.1	-74	-0.2	0.3	0.2
N. 水利、环境和公共设施管理业	5,204	6,937	8,567	1,733	7.9	1,630	4.9	4.0	4.2
O. 居民服务和其他服务业	4,035	2,703	1,737	-1,331	-6.1	-966	-2.9	1.6	0.8
P. 教育	2,691	3,068	3,103	377	1.7	35	0.1	1.8	1.5
Q. 卫生、社会保障和社会福利业	755	826	868	71	0.3	42	0.1	0.5	0.4
R. 文化、体育和娱乐业	621	608	670	-13	-0.1	62	0.2	0.4	0.3
S. 公共管理和社会组织	2,207	2,300	2,035	93	0.4	-264	-0.8	1.3	1.0
T. 国际组织	15	-	-	-15	-0.1	0	-	-	-
对境外贷款	173	179	-	6	0.0	-179	-0.5	0.1	-
个人贷款	23,487	28,052	38,126	4,565	20.8	10,074	30.6	16.3	18.6

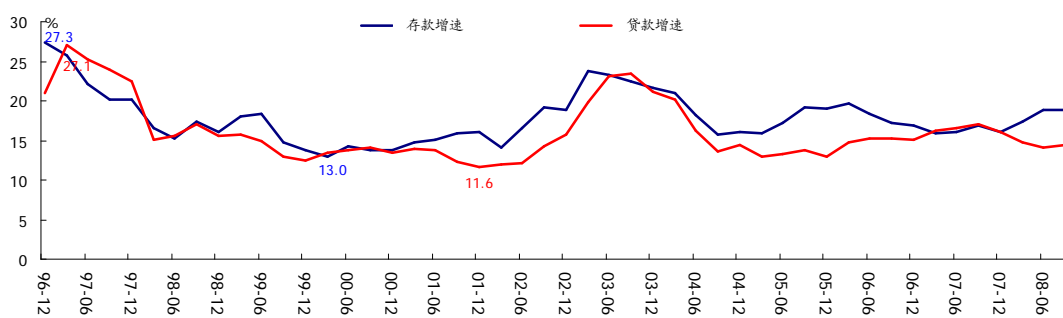
资料来源：银监会，中金公司研究部

图 9: 基础设施行业, 制造业和房地产是 08 年前三季新增贷款的主要投向



资料来源: CEIC, 人民银行, 中金公司研究部

图 9: 贷款增速最低时为 11.6%



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

快速大幅降息令净息差下降超出预期

降息频率超出预期。我们在四季度策略报告中假设未来 24 个月降息 216bp, 频率为每个季度初降息一次。然而, 近期央行的降息频率明显超出预期, 这对 09 年净息差的负面影响更大。我们因此对假设做出调整: 预计仍存在 108bp 的对称降息空间, 09 年 1、2 季度初分别降息 54bp。

活期利率和超额准备金利率可能降至 0。11 月 27 日的货币政策调整中, 活期存款利率下调 36bp 至 0.36%, 反映了监管机构对银行净息差的呵护。此外, 法定存款准备金和超额准备金利率亦下调 27bp, 超额备付金利率的下降为降低活期存款利率打开了空间。因此, 我们的模型中假设活期存款利率和超额准备金利率于 09 年初降至 0, 法定存款准备金利率将再下调 27bp 至 1.35%。

存款定期化可能持续。随着活期存款利率降至 0, 存款定期化趋势可能会持续, 我们预计各银行了定期存款占比在未来两年将较 08 年中期上升 6 个百分点。

贷款议价能力下降。随着贷款需求下降, 银行的议价能力迅速回落。08 年中期国有银行和股份制银行的上浮贷款占比均为 38%, 若未来两年, 利率上浮贷款占比回落至历史最低水平(分别为 28% 和 26%), 将令其贷款组合的收益率额外下降 7.5bp 和 9.0bp (表 9)。

债券收益率下降和同业市场收益率下降将对大型银行净息差带来负面影响。伴随着降息预期的增强和准备金率的降低，我们预计债券收益率和同业市场收益率将会出现明显下降，这将对贷存比较低、债券久期较短、同业市场净拆出方的银行产生较大影响，其中大型银行和招行、中信受到的影响相对较大，兴业和宁波银行受到的影响相对较小（表 9）。

10 年净息差相比 08 年中期下降 39-118 个基点。综合考虑降息、按揭新政、存款定期化和贷款议价能力下降等因素，我们预计 10 年上市银行的净息差相比 08 年中期将降低 39-118 个基点（表 6），较原先预测多降 10-20 个基点。其中，存贷利差缩窄和债券收益率下降是净息差下滑的主要原因，贡献度在 80% 左右（表 9）。

表 9：净息差下降因素分解

息差下降因素分解	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	深发展	华夏	北京	南京	宁波
2010 年测算														
10 年 vs 08 年净息差降幅 (bp)	-61	-84	-67	-66	-119	-102	-70	-71	-63	-68	-39	-82	-51	-63
降息贡献 (%)	94	95	95	95	96	94	92	90	92	90	87	95	92	91
存贷利差	23	33	38	50	44	43	56	50	46	22	1	45	48	57
按揭新政	5	5	7	3	5	3	6	6	9	11	7	2	5	6
债券收益率	58	47	42	36	41	42	21	26	30	46	61	43	33	23
存放央行收益率	8	10	8	6	6	5	9	8	6	11	19	5	6	5
存款定期化贡献 (%)	2	2	1	2	1	2	2	4	4	2	1	2	3	4
贷款议价能力下降贡献 (%)	4	4	4	3	4	4	5	6	5	8	11	3	5	5

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 10：上市银行 09 年和 10 年净息差预测

	2004	2005	2006	2007	1Q08	1H08	2008E	2009E	2010E
期初期末余额净息差 (%)									
招商银行	2.65	2.52	2.57	3.02	3.54	3.57	3.39	2.67	2.39
浦发银行	2.64	2.72	2.83	3.04	3.26	3.21	3.11	2.55	2.50
兴业银行	2.46	2.30	2.45	2.86	2.99	3.01	2.90	2.62	2.38
民生银行	2.24	2.49	2.54	2.78	2.78	3.00	2.92	2.30	2.29
华夏银行	2.22	2.22	2.42	2.65	2.77	2.77	2.61	2.51	2.38
深发展银行	2.51	2.33	2.89	3.14	3.31	3.20	3.21	2.80	2.52
工商银行	2.43	2.49	2.37	2.82	3.06	2.98	2.91	2.66	2.37
建设银行	2.83	2.80	2.84	3.24	3.27	3.29	3.18	2.74	2.46
交通银行	2.52	2.54	2.59	2.87	3.05	2.97	2.94	2.49	2.31
中国银行	2.19	2.33	2.50	2.82	2.77	2.73	2.61	2.18	2.06
中信银行	2.34	2.34	2.56	3.08	3.41	3.45	3.28	2.55	2.44
北京银行		1.90	2.18	2.33	3.01	3.00	2.90	2.56	2.18
宁波银行		3.15	3.11	3.25	3.49	3.52	3.31	2.96	2.89
南京银行		2.59	2.58	2.98	3.20	3.21	2.92	2.86	2.71

资料来源：公司数据、中金公司研究部

中间业务面临阶段性挑战

我们认为上市银行的中间业务在 2009 年将面临阶段性挑战, 这主要表现为:

- **理财产品发行面临困境。**在全球金融市场动荡的情形下, 理财产品的开发面临较大困难, 银行理财业务发展面临挑战。理财业务 07 年依靠基金代销, 08 年依靠信贷资产类理财产品和保险, 09 年在信贷额度控制已经取消, 优质信贷资产放在表内对银行更有利的情况下, 如果银行不能抓住债券市场机会开发相关理财产品, 09 年理财业务可能会难以实现增长。
- **信贷承诺费(安排费或财务顾问费)下降不可避免。**伴随信贷资金供求状况变化, 银行议价能力削弱, 这会使相关手续费收入出现负增长, 其中民生、建行、浦发、中信等受到的影响较大。

我们预计, 上市银行 09 年净手续费收入增速将会回落到单位数, 10 年随着经济增长恢复平稳, 净手续费收入将回到正常的增长轨道上, 平均增速达到 12% (表 11)。

表 11: 手续费收入增长预测

	2005	2006	2007	1H08	3Q08	2008E	2009E	2010E
净手续费收入增长 (%)								
招商银行	76.3	60.4	156.1	53.7	33.1	16.3	9.2	16.8
浦发银行	13.2	76.2	98.5	99.1	84.4	30.2	5.7	16.8
兴业银行	22.9	82.4	250.9	180.6	118.4	43.1	-0.9	15.9
民生银行	21.1	175.7	133.0	211.8	137.2	120.3	4.4	10.0
华夏银行	24.7	53.4	48.2	71.5	70.9	37.0	5.7	5.1
深发展银行	27.3	44.7	50.5	81.6	106.6	52.1	3.9	15.0
交通银行	25.9	41.8	137.2	50.0	33.0	29.2	-0.8	5.0
中国银行	8.1	118.7	73.5	45.1	28.5	9.4	6.5	9.6
工商银行	28.5	55.0	110.4	48.0	27.9	21.2	0.6	12.1
建设银行	30.7	60.5	130.7	59.3	29.0	19.8	3.5	14.1
中信银行	31.4	81.6	174.0	128.3	106.4	29.6	6.8	11.8
北京银行	139.5	191.0	69.3	92.3	73.0	97.3	7.5	7.5
宁波银行	22.4	62.1	52.8	160.4	178.5	108.8	11.1	10.2
南京银行	50.1	37.5	13.1	155.7	274.5	143.0	28.2	12.8
上市银行平均	23.9	75.0	106.8	56.3	34.2	20.7	3.6	11.7

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

信用成本存在上升压力, 但较高的准备金覆盖率提供了银行平滑盈利的空间

信用成本存在上升压力。从信用成本的构成结构来看, 09 年伴随着不良贷款余额的上升, 信用成本应该达到 70-100bp, 高于 08 年中期的 54bp 水平, 存在较大的上升压力:

1. 新增不良贷款拨备。如果不良率上升 1 个点, 如果按照 50%-60%的拨备率, 增加信用成本

50-60bp;

2. 新增正常类贷款的组合计提部分，每年大约 10-20bp;
3. 现有减值贷款的继续恶化。如果不良率为 2%，那么每年贡献 20bp 左右。

但是较高的覆盖率提供了银行平滑利润的空间。目前，上市银行的拨备覆盖率达到 120%，我们预计至 08 年末，各银行会进一步加大拨备计提力度，令覆盖率上升至 129% 水平，为银行平滑利润提供了充裕的空间。因此我们预计准备金覆盖率将在两年内下降到 106%（表 12），受此影响信用风险成本将基本保持平稳，预计 09 年和 10 年分别达到 76bp 和 77bp（表 13）。

表 12：准备金覆盖率预测

准备金覆盖率 (%)	2005	2006	2007	1H08	2008E	2009E	2010E
招商银行	120.8	145.5	191.8	228.9	238.5	184.0	155.0
浦发银行	142.1	151.5	191.1	215.1	232.2	163.9	130.7
兴业银行	90.5	126.0	155.2	174.4	185.8	134.2	107.1
民生银行	100.2	108.9	113.1	114.2	137.7	99.5	86.5
华夏银行	69.3	84.2	109.3	126.1	136.0	125.0	110.0
深发展银行	42.8	47.6	48.3	53.8	61.9	62.3	61.6
工商银行	54.2	70.6	103.5	116.1	123.0	122.0	115.0
建设银行	66.8	82.2	104.4	117.2	126.0	117.5	110.3
交通银行	58.4	72.8	95.6	107.6	132.3	110.4	96.8
中国银行	75.9	91.3	106.4	115.7	119.3	104.5	94.5
中信银行	79.9	84.6	110.0	115.4	137.1	105.3	90.0
北京银行	82.0	87.3	119.9	140.9	149.0	128.7	108.5
宁波银行	270.7	405.3	359.9	323.4	179.8	107.2	95.6
南京银行	94.4	107.2	146.9	191.9	171.1	139.5	118.2
合计	67.6	83.3	107.8	120.1	129.3	116.7	106.0

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 13: 信用风险成本预测

信用风险成本 (%)	2005	2006	2007	1H08	2008E	2009E	2010E
招商银行	0.84	0.68	0.49	0.44	0.55	0.61	0.73
浦发银行	0.96	0.89	0.69	0.39	0.75	0.76	0.87
兴业银行	0.71	0.83	0.40	0.53	0.78	0.88	0.77
民生银行	0.37	0.52	0.44	0.55	0.74	0.64	0.82
华夏银行	0.65	0.99	1.25	1.31	1.19	1.26	1.14
深发展银行	1.21	1.18	1.02	0.86	1.09	1.03	0.98
工商银行	0.76	0.87	0.86	0.43	0.70	0.86	0.73
建设银行	0.58	0.71	0.65	0.67	0.69	0.69	0.73
交通银行	0.65	0.68	0.64	0.68	0.86	0.69	0.76
中国银行	0.52	0.53	0.31	0.43	0.63	0.74	0.81
中信银行	0.31	0.36	0.55	0.47	0.68	0.60	0.70
北京银行	0.33	0.37	0.45	0.53	0.81	0.79	0.65
宁波银行	0.19	0.28	0.31	0.49	0.54	1.00	1.30
南京银行	1.04	0.42	0.67	0.69	0.81	1.40	1.14
合计	0.65	0.71	0.63	0.54	0.71	0.76	0.77

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

下调 08 年盈利预测 8%，09 年和 10 年盈利保持平稳增长

财政刺激政策出台后，各银行纷纷上调了 08 年新增信贷额度计划，年末新增的贷款需要按照 1% 计提拨备，由此将导致 08 年的信用成本高于预期。此外，各银行面对宏观前景的不确定性，亦有可能在 08 年末加大拨备计提力度，我们因此下调各银行 08 年盈利预测 8%，预计 08 年上市银行利润增速放缓至 37%。

为反映货币政策的最新变化，我们对 09 年和 10 年的盈利预测进行了调整（盈利预测调整具体见附录），分别下调 09 年、10 年盈利预测 10% 和 5%，调整后 09 年和 10 年盈利增速分别为 -2% 和 6%（表 14），不过具体数字最终取决于管理层对拨备政策的权衡。我们调整后的盈利预测比市场均值低 10%-20%，主要差异可能来自于：（1）利率政策预期不同；（2）是否反映永隆商誉减值。

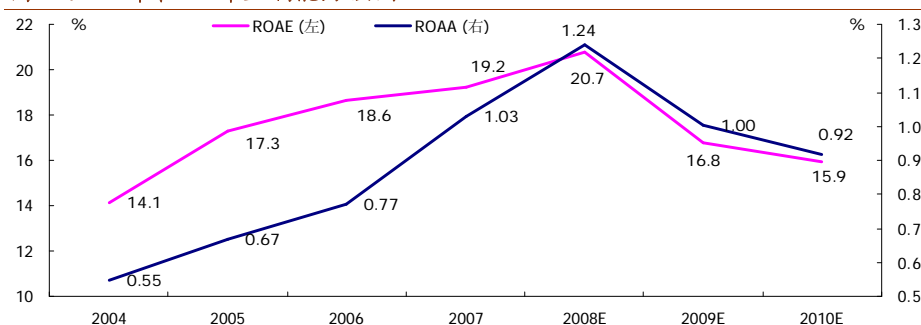
在这种情形下，上市银行 09 年和 10 年平均 ROAA 水平将下降至 1.01% 和 0.92%，09 年和 10 年平均 ROAE 水平将下降至 16.8% 和 15.9%（图 10）。

表 14: 09 年和 10 年盈利增长预测

(YoY, %)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
拨备前利润							
深发展银行	66.3	2	65	43	37	5	6
招商银行	45.8	23	36	77	42	-11	10
兴业银行	25.8	28	45	69	41	5	6
民生银行	43.8	34	28	54	59	-8	23
华夏银行	17.7	15	42	48	23	16	8
浦发银行	33.9	26	30	43	25	-3	17
中信银行	28.6	15	32	86	43	-12	17
交通银行	18.5	56	34	63	25	-1	7
中国银行	9.8	7	22	37	22	-7	7
建设银行	26.5	17	20	51	20	-1	4
工商银行	21.5	6	16	47	21	3	0
北京银行		6	43	39	63	5	3
宁波银行		19	30	43	40	11	23
南京银行		82	29	39	62	20	9
上市银行整体	31	13	23	49	25	-2	5
大型银行	19	12	20	47	21	-1	3
中型银行	13	22	37	63	39	-5	13
城商行	n.a.	19	38	40	59	8	7
净利润							
深发展银行	-30.7	6	354	88	53	1	2
招商银行	48.2	14	81	124	39	-18	18
兴业银行	23.2	40	54	126	35	-2	6
民生银行	46.5	31	41	69	67	-10	13
华夏银行	26.9	26	14	44	90	5	11
浦发银行	23.2	33	31	64	90	-11	9
中信银行	70.9	27	25	116	71	-14	12
交通银行	-63.3	476	33	66	38	1	4
中国银行	-28.1	16	65	31	25	-8	10
建设银行	117.6	17	18	49	35	2	2
工商银行	38.2	22	31	65	32	4	3
北京银行		1	27	56	65	2	2
宁波银行		8	34	50	45	-11	6
南京银行		68	62	53	59	4	12
上市银行整体	23	27	37	57	37	-2	6
大型银行	-10	27	35	51	32	1	4
中型银行	22	26	52	99	56	-11	12
城商行	n.a.	24	33	55	60	0	5

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 10: 09 年和 10 年盈利能力预测



资料来源：公司数据、中金公司研究部

估值中枢和估值底部在哪里？

尽管短期盈利将不可避免的受到经济周期波动的影响，但是中国银行业的长期价值的判断（估值中枢）应该取决于跨越经济周期的 ROE 水平。我们的 Dupont 模型显示国内上市银行可持续的 ROE 能达到 13%-17%，与海外银行的跨周期 ROE 水平接近。据此通过三阶段 DDM 模型确定的 A 股上市银行的估值中枢介于 1.45-2.2 倍市净率（招行 2.6 倍）；H 股介于 1.3-2.0 倍市净率（招行 2.4 倍）。

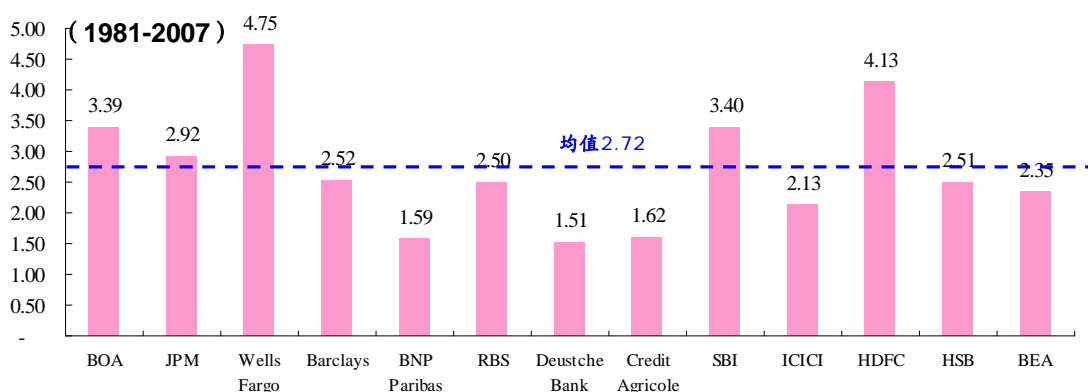
估值底部则取决于 2010 年的 ROE 低谷水平，我们的测算显示银行股市净率可以在 1.1-1.2 倍之间得到支撑。具体来说招行在 2.0 倍以下，工行和建行在 1.6 倍以下，交行、浦发、兴业、民生、深发展和北京在 1.4-1.5 倍以下，中行、中信、华夏和南京在 1.1-1.2 倍以下，安全边际是存在的。从当前股价看，A 股的兴业、深发展、交行和 H 股的中信和交行的长期投资价值逐渐显现。

可持续的净息差水平是多少？

海外样本银行 81-07 年平均净息差约为 2.72%。净息差水平取决于利率市场化、行业竞争、客户结构、无风险利率、资产负债构成等。我们考察了海外 13 家代表性银行 1987-2007 年期间的净息差水平，平均水平达到 2.72%。

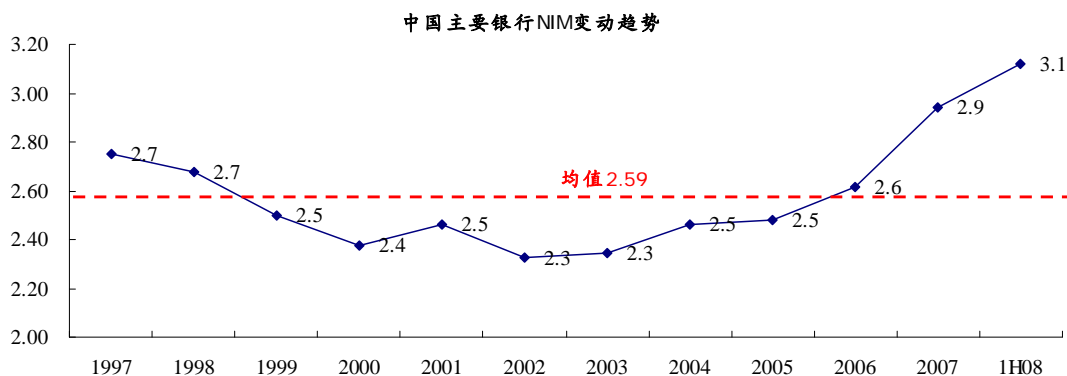
中国主要银行的跨周期 NIM 约为 2.59%。中国主要银行的历史净息差水平一度达到 2.7%，随着经济增速放缓最低回落至 2.3% 水平，06 年以来，在持续加息过程中，主要银行的净息差水平快速攀升，08 年中期达到 3.1%。我们预计随着经济景气回落，银行业的净息差将再次回到 2.3% 水平，但是 从中期来看，在利率市场化未完成之前，中国银行业的净息差仍将围绕 2.5% 左右水平波动。

图 11：海外样本银行 81-07 年平均净息差约为 2.72%



资料来源：Factset、中金公司研究部

图 12：中国主要银行的跨周期 NIM 约为 2.59%



资料来源：Factset、中金公司研究部

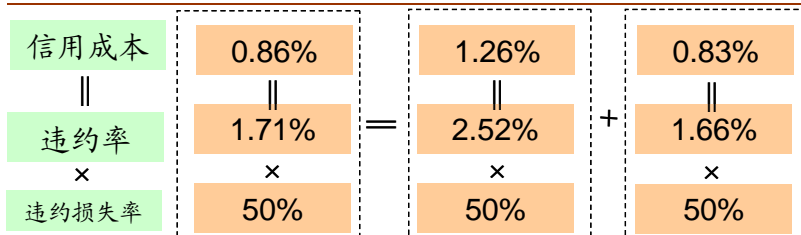
平均化的信用成本是多少？

正常化的信用成本取决于违约率和违约损失率，不同类型贷款的违约率与其违约损失率的乘积相当于对该类贷款的信用成本：

- **公司贷款的信用成本约为 86bp**：根据银监会的数据，截至 08 年 6 月的小企业贷款违约概率是 2.52%，一般性企业贷款为 1.66%。假设违约损失率为 50%，按照小企业贷款占比 6% 估算，公司贷款的信用成本约为 86 个基点。
- **个人按揭贷款的信用成本约为 7-28bp**：中国按揭贷款的初始抵押率在 70-80% 之间，根据 FHLMC 1975 年-1985 年的数据，对应的违约率为 37 个基点到 140 个基点。假设按揭贷款的违约损失率大约为 20-30%，则按揭贷款的信用成本大约为 7-28 个基点。

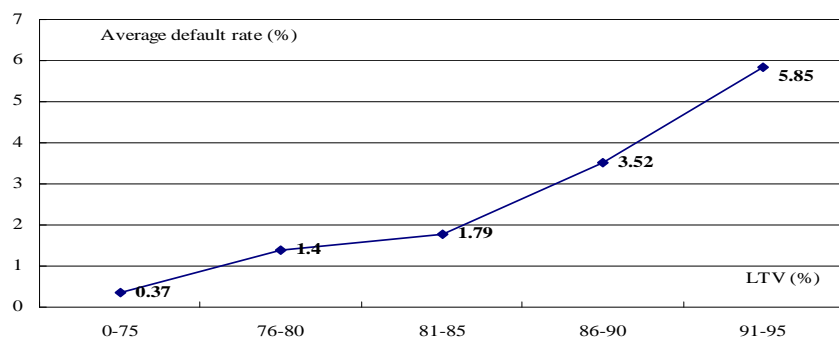
根据各银行的贷款结构，我们测算显示上市银行平均化信用成本介于 70-81bp。

图 13：公司贷款信用成本测算



资料来源：中金公司研究部

图 14: 按揭贷款违约率与抵押率高度相关



资料来源: 标准普尔, FHLMC、中金公司研究部

表 15: 上市银行平均化信用成本介于 70-81bp

	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	深发展	华夏	北京	南京	宁波
公司贷款	81.6	78.2	76.0	84.5	74.4	87.1	84.0	83.0	69.7	71.9	87.7	90.7	86.2	73.8
个人贷款	18.4	21.8	24.0	15.5	25.6	12.9	16.0	17.0	30.3	28.1	12.3	9.3	13.8	26.2
公司贷款信用成本	86													
个人贷款信用成本	28													
综合可持续信用成本测算	75	73	72	77	71	78	77	76	68	70	79	81	78	71

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

可持续的 ROE 水平是多少?

上市银行可持续 ROE 水平介于 13-17%。我们采用 Dupont 模型对各上市银行的可持续 ROE 进行了测算。在净息差降至 2.1%-2.45%，信用成本保持在 100-120bp 的情况下，我们预计上市银行可持续的 ROE 水平介于 13%-17% 的水平。

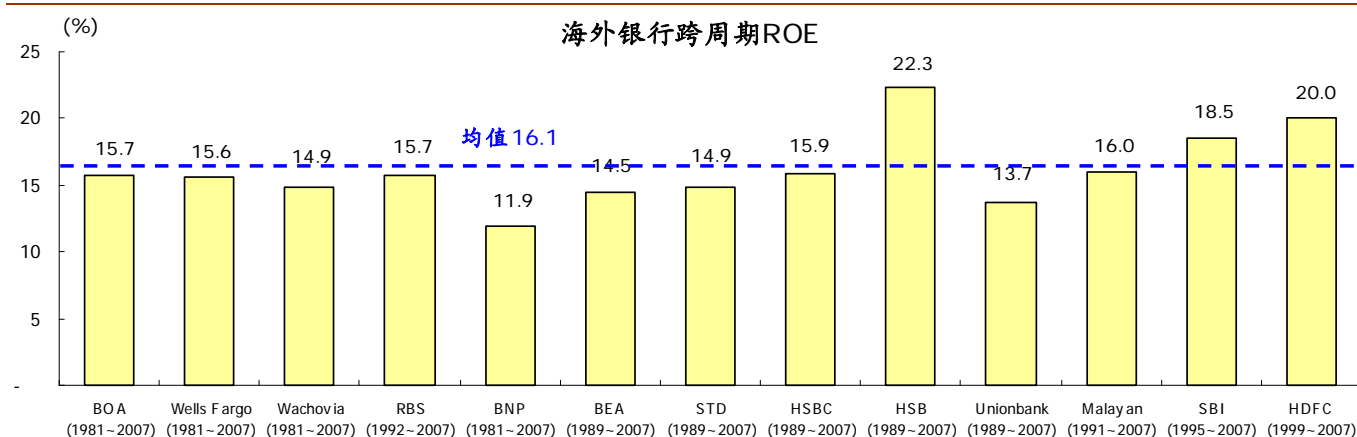
海外银行的跨周期 ROE 约为 15%。我们也比较了海外银行跨越经济周期所取得的平均 ROE 水平。我们选取的 BOA、汇丰、渣打、Union Bank、Malayan 等银行的跨周期 ROE 均处于 15% 左右，也可作为对国内银行可持续 ROE 水平的估计参考。

表 16：上市银行可持续 ROE 水平介于 13%-17%

	ICBC	CCB	BOC	BoCom	CMB	CITICB	SPDB	MSB	CIB	SZDB	HXB	BoBJ	BoNJ	BoNB
第三阶段ROA杜邦分析（以下按占平均总资产的百分比）														
净息差	2.24	2.25	2.20	2.20	2.30	2.15	2.15	2.10	2.10	2.15	2.15	2.15	2.20	2.45
非利息收入占比	35	35	40	35	35	30	30	35	30	30	27	25	20	25
成本收入比	39	38	44	40	40	40	40	40	40	40	40	37	37	37
信用成本	1.00	1.00	1.10	1.10	1.00	1.10	1.10	1.20	1.20	1.10	1.10	1.00	1.20	1.20
有效税率	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	20.0	23.0	23.0	22.0	15.0	15.0
净利息收入	2.20	2.24	2.16	2.18	2.30	2.14	2.13	2.11	2.08	2.13	2.14	2.13	2.18	2.38
非利息收入	1.18	1.21	1.44	1.17	1.24	0.92	0.91	1.14	0.89	0.91	0.79	0.71	0.54	0.79
经营收入合计	3.38	3.44	3.59	3.35	3.54	3.06	3.04	3.25	2.98	3.04	2.93	2.84	2.72	3.17
营业费用	1.32	1.31	1.58	1.34	1.42	1.22	1.22	1.30	1.19	1.22	1.17	1.05	1.01	1.17
营业税	0.19	0.19	0.20	0.20	0.21	0.18	0.21	0.19	0.17	0.22	0.22	0.17	0.16	0.19
提取准备金前利润	1.87	1.94	1.81	1.81	1.91	1.65	1.61	1.75	1.62	1.61	1.54	1.62	1.55	1.81
当年提取各项准备金	0.45	0.48	0.50	0.55	0.49	0.61	0.64	0.72	0.60	0.64	0.55	0.50	0.66	0.65
税前利润	1.42	1.46	1.32	1.26	1.42	1.05	0.97	1.03	1.02	0.97	0.99	1.12	0.89	1.16
所得税	0.33	0.34	0.30	0.29	0.33	0.24	0.22	0.24	0.20	0.22	0.23	0.25	0.13	0.17
ROAA	1.10	1.13	1.02	0.97	1.09	0.80	0.75	0.80	0.81	0.74	0.76	0.87	0.76	0.98
X(平均总资产/平均净资产)	15.4	15.4	15.4	16.0	15.4	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
ROAE	16.9	17.3	15.6	15.5	16.8	13.4	12.5	13.3	13.5	12.4	12.7	14.5	12.6	16.4

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 15：海外银行跨周期 ROE 水平在 15%左右



资料来源：Factset、中金公司研究部

估值中枢是多少？

可持续的 ROE 水平决定了上市银行的估值中枢水平。确定了各银行的可持续 ROE 之后，根据我们的三阶段 DDM 模型，A 股上市银行的估值中枢介于 1.45-2.2 倍市净率（招行 2.6 倍）；H 股上市银行的估值中枢介于 1.3-2.0 倍市净率（招行 2.4 倍）。DDM 模型的主要假设包括：

- H 股市场无风险利率 3%，A 股市场无风险利率 2.5%，风险溢价 8%，各银行的股权资本成本（折现率）介于 11.4% 至 12.9%；
- 第二阶段 15 年，股息增长率介于 7.9% 至 10.7%；

➤ 永续增长率为 4%。

表 17: 上市银行的估值中枢介于 1.45-2.2 倍市净率

目前 价格 (HK\$/ RMB)	评级	09年底公 允价值 HK\$/RMB	上升 空间 (%)	隐含 PB		无风 险 利率	风险 溢价	Beta	股权资本成本	第一阶段		第二阶段		永续增长阶段			
				09E	10E					股利 复合 增长 率 (%)	年 数	增长率 (%)	年 数	ROAE (%)	留存 比率 (%)	增长 率 (%)	
H股																	
工行	3.91	审慎推荐	4.53	16	2.04	1.93	3.0	8.0	1.11	11.9	3	3	8.9	15	16.9	24	4.0
建行	4.24	审慎推荐	5.16	22	1.98	1.83	3.0	8.0	1.15	12.2	2	3	9.1	15	17.3	23	4.0
中行	2.52	中性	3.51	39	1.59	1.52	3.0	8.0	1.20	12.6	0	3	8.4	15	15.6	26	4.0
交行	4.91	中性	6.72	37	1.69	1.58	3.0	8.0	1.15	12.2	2	3	9.1	15	15.5	26	4.0
招行	12.82	审慎推荐	17.68	38	2.36	2.09	3.0	8.0	1.10	11.8	-2	3	10.0	15	16.8	24	4.0
中信	2.58	审慎推荐	3.83	48	1.28	1.20	3.0	8.0	1.15	12.2	-2	3	7.9	15	13.4	30	4.0
A股																	
工行	3.87	审慎推荐	4.38	13	2.24	2.05	2.5	8.0	1.11	11.4	9	3	8.9	15	16.9	24	4.0
建行	4.25	审慎推荐	5.05	19	2.19	1.97	2.5	8.0	1.15	11.7	2	3	9.1	15	17.3	23	4.0
中行	3.14	中性	3.37	7	1.73	1.61	2.5	8.0	1.20	12.1	0	3	8.4	15	15.6	26	4.0
交行	4.79	中性	6.49	35	1.86	1.68	2.5	8.0	1.15	11.7	2	3	9.1	15	15.5	26	4.0
招行	12.49	审慎推荐	17.22	38	2.61	2.23	2.5	8.0	1.10	11.3	-2	3	10.0	15	16.8	24	4.0
中信	4.15	中性	3.83	-8	1.45	1.33	2.5	8.0	1.15	11.7	-2	3	9.9	15	13.4	30	4.0
民生	4.25	中性	4.70	11	1.47	1.27	2.5	8.0	1.30	12.9	1	3	10.0	15	13.3	30	4.0
深发展	9.65	中性	11.58	20	1.57	1.36	2.5	8.0	1.25	12.5	3	3	10.5	15	12.4	32	4.0
浦发	12.90	中性	14.92	16	1.88	1.61	2.5	8.0	1.20	12.1	-12	3	9.7	15	12.5	32	4.0
兴业	14.69	中性	18.80	28	1.64	1.42	2.5	8.0	1.30	12.9	2	3	9.8	15	13.5	30	4.0
华夏	7.88	中性	10.18	29	1.62	1.46	2.5	8.0	1.25	12.5	8	3	10.0	15	12.7	32	4.0
北京	8.54	审慎推荐	10.66	25	1.85	1.63	2.5	8.0	1.15	11.7	2	3	9.9	15	14.5	28	4.0
宁波	7.30	无评级	6.81	-7	1.76	1.62	2.5	8.0	1.30	12.9	-3	3	10.7	15	16.4	25	4.0
南京	9.01	审慎推荐	10.08	12	1.57	1.44	2.5	8.0	1.20	12.1	8	3	10.1	15	12.6	32	4.0

资料来源: 中金公司研究部

估值底部在哪里?

我们用 2010 年 ROE 低点作为可持续 ROE, 并直接进入永续增长阶段的方法来测算上市银行的估值底部。在无风险利率 3% (H 股)/2.5% (A 股)、市场风险溢价 8%、永续增长率 3% 的情况下, 银行股市净率可以在 1.1-1.2 倍之间得到支撑, 招行在 2.0 倍以下、工行和建行在 1.6 倍以下, 交行、浦发、兴业、民生、深发展和北京在 1.4-1.5 倍以下, 中行、中信、华夏和南京在 1.1-1.2 倍以下, 安全边际开始显现 (表 18)。从当前股价看, A 股的兴业、深发展、交行和 H 股的中信和交行的长期投资价值逐渐显现。

表 18：上市银行估值底部测算

	当前股价	09E BPS (人民币)	股权成本假设				永续增长 率 (%)	悲观情况下的价值底部							当前股价相 比进入点 (%)
			无风险 收益率 (%)	风险 溢价	Beta	股权 成本		ROAA	ROAE	PB	公允价值 (Lcy)	上升 空间 (%)	进入点 (Lcy)		
H股															
工行	3.91	1.96	3.0	8	1.11	11.9	3	1.04	16.9	1.57	3.5	-11	2.8	40	
建行	4.24	2.30	3.0	8	1.15	12.2	3	1.07	17.2	1.54	4.0	-5	3.2	32	
中行	2.34	1.95	3.0	8	1.18	12.4	3	0.93	13.7	1.13	2.5	7	2.0	17	
交行	4.91	3.50	3.0	8	1.15	12.2	3	0.94	16.4	1.46	5.8	18	4.6	6	
招行	12.82	6.61	3.0	8	1.10	11.8	3	1.03	19.5	1.88	14.0	10	11.2	14	
中信	2.58	2.65	3.0	8	1.15	12.2	3	0.92	12.6	1.05	3.1	22	2.5	3	
A股															
工行	3.87	1.96	2.5	8	1.11	11.4	3	1.04	16.9	1.66	3.3	-16	2.6	49	
建行	4.25	2.30	2.5	8	1.15	11.7	3	1.07	17.2	1.63	3.8	-12	3.0	42	
中行	3.23	1.95	2.5	8	1.18	11.9	3	0.93	13.7	1.19	2.3	-28	1.9	74	
交行	4.79	3.50	2.5	8	1.15	11.7	3	0.94	16.4	1.54	5.4	12	4.3	11	
招行	12.49	6.61	2.5	8	1.10	11.3	3	1.03	19.5	1.99	13.1	5	10.5	19	
中信	4.15	2.65	2.5	8	1.15	11.7	3	0.92	12.6	1.11	2.9	-29	2.3	77	
民生	4.25	3.20	2.5	8	1.30	12.9	3	0.77	16.5	1.37	4.4	3	3.5	22	
深发展	9.65	7.39	2.5	8	1.25	12.5	3	0.71	16.8	1.45	10.7	11	8.6	13	
浦发	12.90	7.95	2.5	8	1.20	12.1	3	0.71	17.0	1.54	12.2	-5	9.8	32	
兴业	14.69	11.46	2.5	8	1.40	13.7	3	0.96	19.4	1.53	17.5	19	14.0	5	
华夏	7.88	6.27	2.5	8	1.25	12.5	3	0.53	14.0	1.16	7.3	-8	5.8	35	
北京	8.54	5.78	2.5	8	1.15	11.7	3	1.03	15.1	1.39	8.0	-6	6.4	33	
宁波	7.30	3.86	2.5	8	1.30	12.9	3	1.01	12.9	1.00	3.9	-47	3.1	136	
南京	9.01	6.40	2.5	8	1.20	12.1	3	1.28	12.7	1.07	6.9	-24	5.5	64	

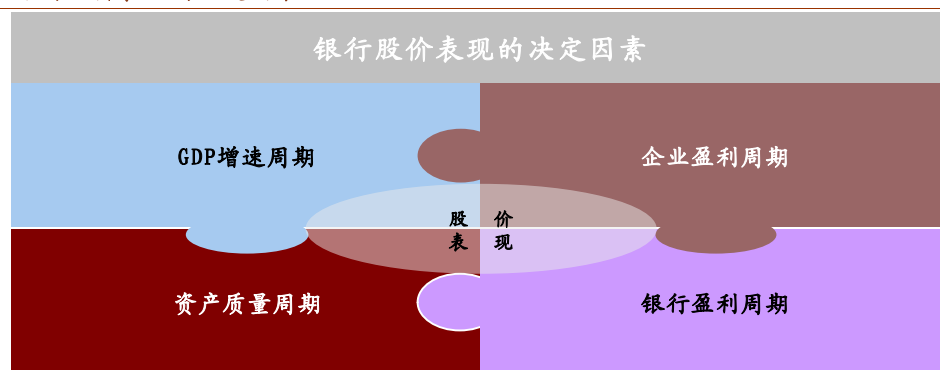
资料来源：公司数据、中金公司研究部

股价表现追随哪个周期？

银行股价表现的決定因素是什么？

GDP 增速和资产质量预期的变化是决定银行股走势最主要的因素。银行的经营与宏观经济环境息息相关，导致其股价表现取决于多方面因素，如 GDP 增速周期、企业盈利周期、资产质量周期以及银行自身的盈利周期。其中 GDP 增速和资产质量预期的变化是决定银行股走势最主要的因素。

图 16：银行股价表现的決定因素



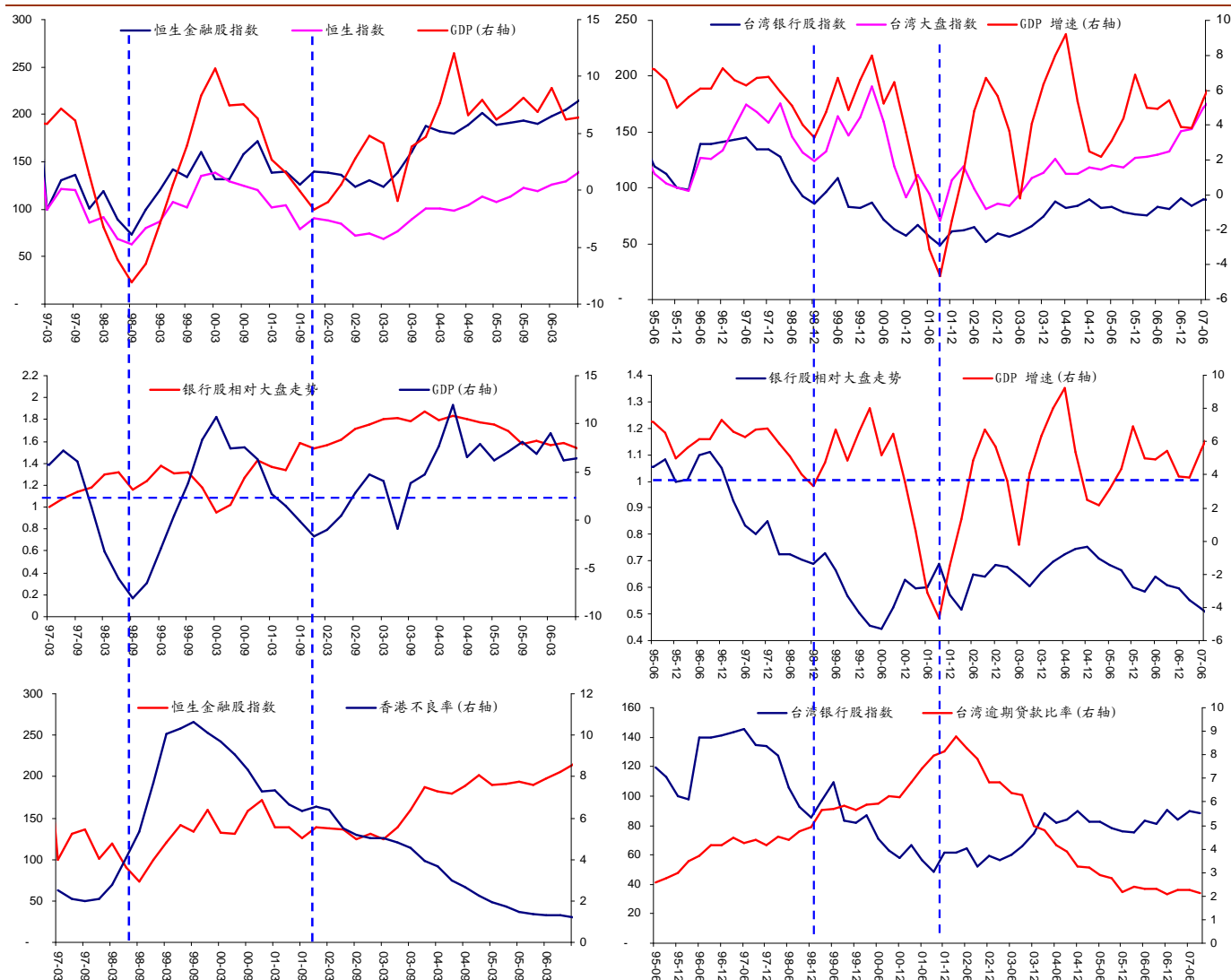
资料来源：中金公司研究部

海外经验显示银行股往往与 GDP 增速同期见底。在对比香港、台湾、韩国和泰国的银行股在不同的经济周期下的走势可以看出，银行股表现往往与 GDP 同步见底，并且领先不良率 2-3 个季度。但是，股价见底之后的反弹中由于资产质量的阴影难以消除，一般难以跑赢大盘。

- **香港：金融股指数与 GDP 同期见底，并领先不良率 2-3 个季度，股价见底反弹后略微跑赢大盘**
 - ✓ 98 年亚洲金融危机期间，香港由 7.2% 的顶点快速滑落 98 年 3 季度的谷底，至 -8.1%，香港金融股指数同时见底。不良率的反映滞后于 GDP 变动，在经济见底后，不良率经过 3-4 个季度之后才见顶。其中银行股从 97 年 2 季度到 98 年 3 季度累计下跌 44%，而大盘同时期累计下跌 48%，银行股跑赢大盘 4 个百分点。见底反弹中，金融股指数累计从低点上涨 120%，大盘同期累计上涨 115%，银行股跑赢大盘 5 个百分点。
 - ✓ 00-01 年互联网泡沫破裂时期，GDP 增速从 00 年 1 季度的 10.7% 下探至 2001 年的 -1.7% 的底部，银行股指数和大盘均先于 GDP 约 1 个季度见底。其中银行股指数从高点累计下跌 27%，大盘从高点累计下跌 43%，银行股大幅跑赢大盘。我们认为主要原因是由于银行业对高科技企业的贷款较少，因此互联网泡沫的破裂并未很大的影响银行业的经营和盈利情况（不良率仅小幅反弹），因此银行业的表现要优于大盘。

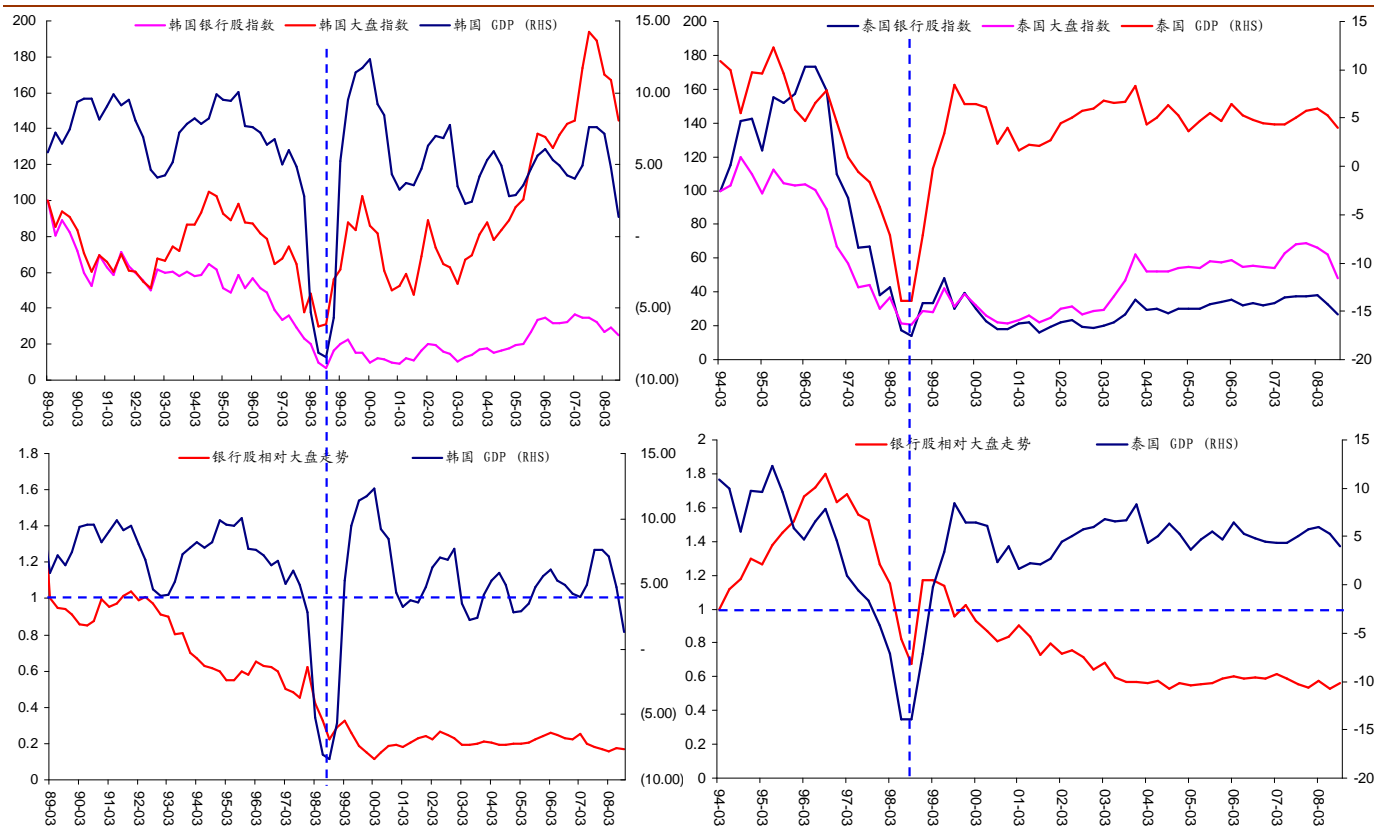
- **台湾：银行股指数与 GDP 同时见底，下跌过程中防御性较强，但上涨过程中难以跑赢大盘。**
 - ✓ 97-98 年亚洲金融危机期间，台湾 GDP 增速从 6.8% 下降到 3.3%，**银行股和大盘与 GDP 同时见底**，不良率出现一轮快速的攀升。期内，银行股从高点下跌幅度为 29%，跑赢大盘近 7 个百分点。见底反弹后，银行股累计上涨 12%，跑输大盘近 40 个百分点。
 - ✓ **01 年互联网泡沫破灭期间**，台湾 GDP 增速由 6.5% 大幅下滑至 -4.6% 的低点，**台湾银行股指数同时见底，但是不良率的反映滞后于经济放缓**，在经济见底后，不良率经过 2 个季度之后才见顶。因此，在不良率还在攀升的阶段，台湾银行股指数实际上已经见底反弹，时滞约 1-2 个季度。期内银行股从高点下跌幅度为 55%，大盘下跌 64%，银行股跑赢大盘近 9 个百分点。见底反弹后，银行股累计上涨 33%，跑输大盘 35 个百分点。
- **韩国和泰国：银行股指数与 GDP 同期见底，股价持续跑输大盘**
 - ✓ **在金融危机过程中，银行股跌幅显著高于大盘。**东南亚金融危机的两年间，韩国和泰国的银行股指数较前期高点分别下跌 89% 和 92%，而两国大盘指数的跌幅分别为 72% 和 81%，银行股跑输大盘，直到经济见底时，银行股和大盘才同时见底。
 - ✓ **金融危机后，银行股陷入长期的低迷。**金融危机使韩、泰两国的金融系统遭遇重创，韩国近 20 家银行破产，泰国关闭了 56 家金融机构，此后的近 10 年的时间里，银行股的表现均弱于大盘，其中韩国 98 年以来大盘指数的涨幅为 367%，而银行股指数的涨幅仅为 260%，泰国 98 年以来大盘指数涨幅为 140%，银行股涨幅为 100%。

图 17: 海外经验显示银行股往往与 GDP 增速同期见底 (香港、台湾)



资料来源: CEIC、Bloomberg, 台湾央行, 香港金管局, 中金公司研究部

图 18：海外经验显示银行股往往与 GDP 增速同期见底（韩国、泰国）



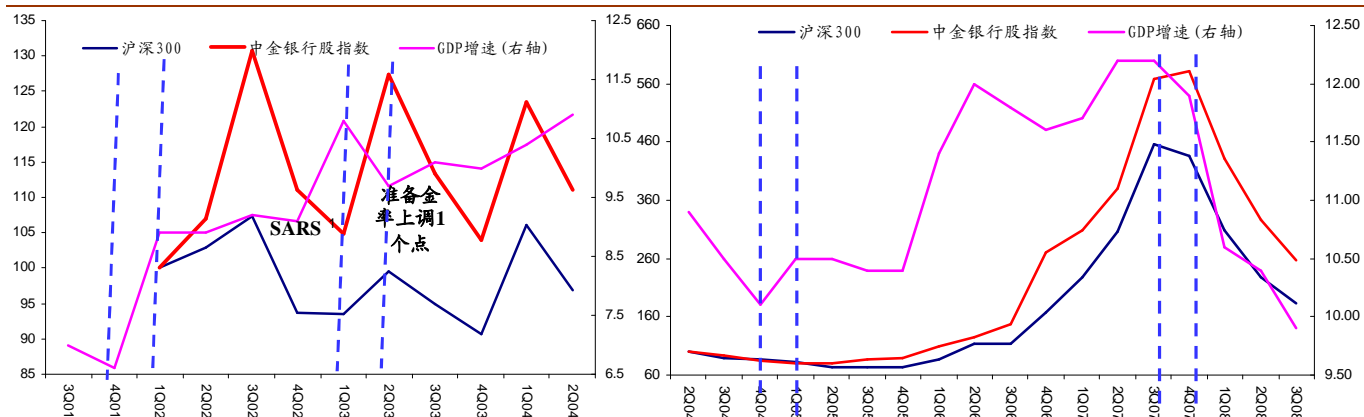
资料来源：CEIC、Bloomberg，台湾央行，香港金管局，中金公司研究部

中国银行股表现滞后于 GDP 增速。然而，中国银行股表现却滞后于 GDP 增速，我们认为主要由于中国经济信息的不透明令数据时滞较长，推迟了投资者对经济增速见底的判断：

- 非典期间，中国 GDP 增速在 02 年末见底，并于 03 年 1 季度反弹，然而银行股的反映滞后了一个季度。
- 05 年 1 季度，中国经济增速见底反弹后，银行股表现不温不火，数个个季度之后才开始强于大盘表现。
- 07 年 4 季度，GDP 增速见顶回落，大盘调整的情况下，银行股仍然延续涨势，至 08 年 1 季度银行股才跟随大盘下调。

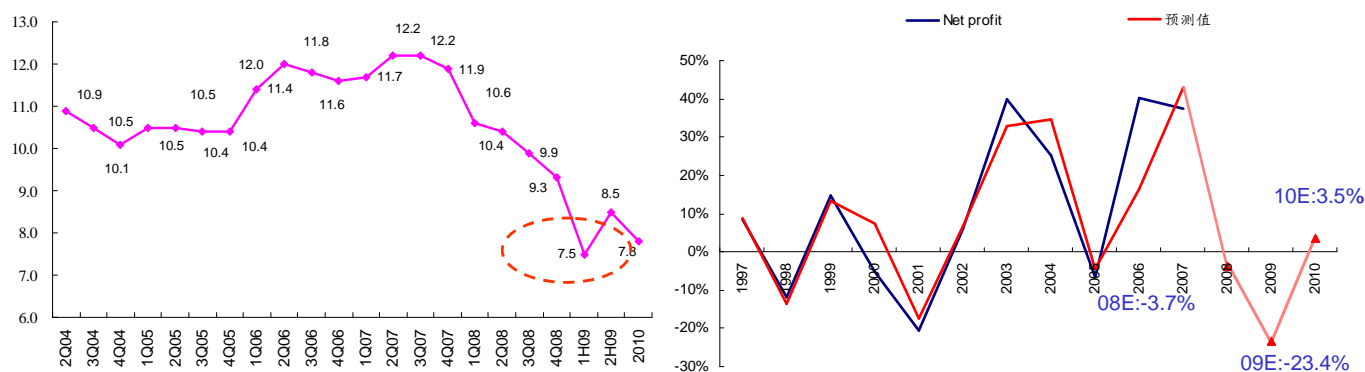
09 年中国 GDP 增速前低后高，10 年逐渐平稳。据中金宏观组预测，受财政刺激政策的拉动效应逐步体现，09 年中国经济将呈现前低后高的走势，预计 09 上半年和下半年的 GDP 增速分别为 7.5% 和 8.5%。10 年经济增长将保持平稳（7.8%）。这可能对投资银行股的时机选择有一定启示。此外，中金策略组自上而下的测算显示，非金融上市企业利润增速将于 09 年见底（-23%），10 年恢复 3.5% 的增长，这可能也预示着资产质量的压力可能在 2010 年以后逐步减轻。

图 19: 中国银行股表现滞后于 GDP 增速



资料来源: CEIC, wind, 中金公司研究部

图 20: 09 年中国 GDP 增速前低后高, 10 年逐渐平稳

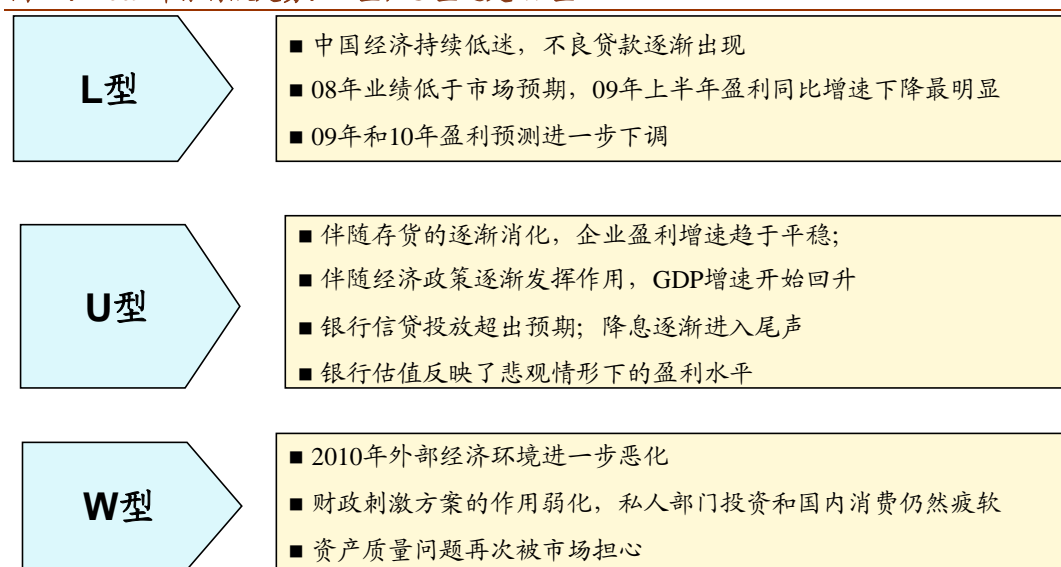


资料来源: CEIC, Wind, 中金公司研究部

2009 年银行股走势：L 型，U 型还是 W 型？

银行股 09 年的走势取决于宏观经济演化和市场预期的转变，图 21 列举了我们根据不同的经济状况对银行股走势的判断。

图 21：2009 年银行股走势：L 型，U 型还是 W 型？



资料来源：中金公司研究部

未来两年不良贷款率不会大幅上升，这是最核心的判断。第一，从方差角度看，中国经济波动幅度并不大，其他国家不良率飙升时伴随的是 GDP 的大幅下降。第二，资产质量最大的风险来自于制造业的产能过剩，从而带来弱势企业的淘汰，这使得客户选择尤其关键。在存贷利差受保护的情况下，银行没有主动追求高风险客户的强烈动机。第三，贷款规模的成长会逐渐消化存量不良贷款。

但是 09 上半年，银行股难以表现。在经济下行阶段，银行股只存在跌出来的投资机会，也就是市场的过度悲观和基本面之间的差距带来的机会。明年上半年是银行净息差同比下降最快的时期，企业经营困难的负面消息也会见诸报端，这可能会持续压抑银行股的表现，但也给长期投资者带来进入的时点。

09 下半年，估值水平有望回升。企业盈利和宏观经济在 09 年下半年趋稳的可能性较大。尽管银行仍处于盈利下行周期，但经济的稳定有助于估值水平的回升。

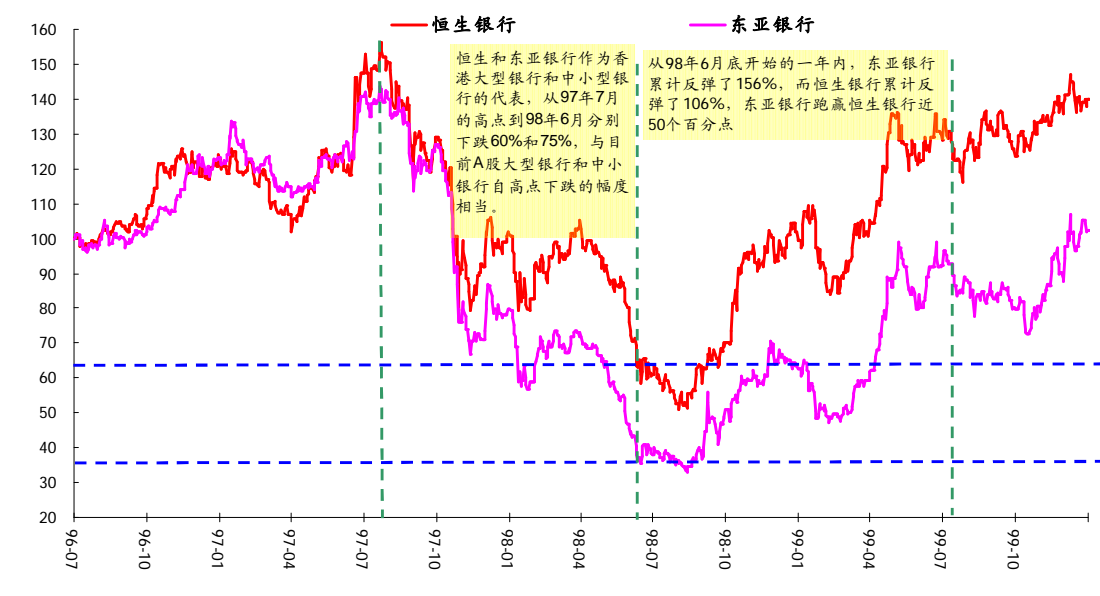
股票选择：从大银行到股份制银行

如果不良率的上升不会带来银行净资产的侵蚀，在股价进入底部区域后，从配置角度应当逐渐减少基本面虽然稳健但估值溢价较高的大型银行，逐渐增加估值较低的中型银行。

在股价接近底部时，配置中小银行的风险收益更为均衡。我们判断 09 年上市银行股价表现呈现 U 型走势的可能性较大。那么在 U 型的下半场，应该如何配置投资组合呢？我们考察了香港具有代表性的恒生银行（大银行）和东亚银行（小银行）在 98 金融危机中的走势。从 97 年 7 月的高点到 98 年 6 月，恒生银行和东亚银行分别下跌 60% 和 75%，显示出大银行在经济下行周期中的防御性。然而，从 98 年 6 月底开始的一年内，东亚银行累计反弹了 156%，而恒生银行累计反弹了 106%，东亚银行跑赢恒生银行近 50 个百分点（图 22）。这说明在股价接近底部时，中小银行较弱的防御性可能已经在估值中得到部分体现，此时中小银行相对于大银行而言的风险收益比更有吸引力。

目前中小银行跑输大银行，未来跑赢大银行的可能性较大。大型银行相比中小型银行对净息差和资产质量的敏感度低，但已经体现在较大的估值溢价中。相比估值高点，大型银行和中小型银行在 A 股分别下跌了 60% 和 75%，在这一调整幅度下，我们认为 1 年内中小型银行跑赢基本面稳健的大型银行的可能性较高。

图 22：中小银行在大幅下跌后的反弹过程中，股价表现超越大银行



资料来源：中金公司研究部

表 19：上市银行股价表现

银行名称	收盘价 2008-12-3	价格表现 (%)			
		过去一个月 变动	过去三个月 变动	年初 以来	股价最高点 以来
A股(人民币)					
国有大银行					
工行A股	3.87	3.9	(19.8)	(53.5)	(57.0)
建设银行A股	4.25	8.1	(20.2)	(58.8)	(63.3)
中行A股	3.23	3.6	(12.3)	(52.9)	(57.4)
交通银行A股	4.79	6.2	(35.0)	(70.3)	(72.0)
中小股份制银行					
招商银行	12.49	0.3	(43.8)	(69.8)	(73.0)
民生银行	4.25	0.2	(29.6)	(64.9)	(69.5)
浦发银行	12.90	2.8	(39.9)	(70.7)	(72.9)
华夏银行	7.88	0.7	(27.9)	(61.1)	(66.8)
深发展	9.65	9.0	(36.4)	(68.8)	(80.3)
兴业银行	14.69	11.9	(31.6)	(73.2)	(79.2)
中信银行A股	4.15	3.1	(25.2)	(61.1)	(67.8)
城市商业银行					
南京银行	9.01	4.1	(9.1)	(55.2)	(64.1)
宁波银行	7.30	14.7	(12.3)	(67.6)	(77.3)
北京银行	8.54	0.4	(12.4)	(61.1)	(66.0)
上证综指	1,890	9.3	(18.0)	(64.2)	(69.0)
沪深300	1,869	12.3	(18.2)	(65.3)	(68.3)
H股(港币)					
大型银行					
工行H股	3.91	7.3	(29.0)	(31.8)	(47.8)
建设银行	4.24	13.9	(32.6)	(37.0)	(52.7)
中行H股	2.34	5.9	(29.7)	(37.3)	(54.9)
交通银行	4.91	9.3	(45.0)	(55.0)	(66.0)
中小股份制银行					
招行H股	12.82	9.9	(50.1)	(59.7)	(68.3)
中信银行H股	2.58	9.6	(40.4)	(48.9)	(63.6)
香港国企指数	7,002	5.9	(38.9)	(56.3)	(65.3)

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

股票选择主要考虑估值水平与基本面的差异、解禁压力、结构性盈利成长机会

估值水平与基本面的差异。根据我们悲观情形下的估值底部测算, A 股深发展、兴业、交行和 H 股交行、中信均接近合理的进入水平(表 18)。此外, 目前股价隐含的不良率水平远高于我们预期可能也说明估值水平与基本面之间存在较大差异。我们的计算方法如下: 通过估值中枢和目前的股价可以得出当前股价隐含的 10 年每股净资产, 与我们预测的 10 年净资产之差意味着市场隐含的不良资产对净资产的侵蚀。若假设新增不良的拨备率为 100%, 则 当前股价隐含的 10 年不良率较我们的预期高 1-4 个百分点, 其中招行、交行、北京、兴业和华夏隐含的不良率偏高(表 20)。

H 股工行、建行和中行, A 股交行、兴业和民生面临解禁压力(表 21)。

- ✓ H 股市场上, 工行面临高盛、安联和美国运通合计约 312 亿股(相当于流通股的 38%)的解禁(09 年 4 月底和 10 月底); 中行面临 RBS 和 UBS 等海外金融机构合计约 353 亿股(相当于流通股的 47%)的解禁(08 年底); BOA 通过两次行权, 以每股 2.7 港元的成本增持建行 255.8 亿股(相当于流通股的 11%), 存在通过市场减持套利的可能。
- ✓ A 股市场上, 虽然工行、中行、招行、浦发、华夏和深发展都有大规模的非流通股解禁, 但是这些股东基本上都是各银行的发起人股东, 减持的可能性较小。但是交行、兴业和民生的解禁压力依然存在。

结构性盈利成长机会。09 年面对降息周期, 净息差的大幅下滑难以避免。在此环境下, 拥有结构性成长机会的银行保持盈利正增长的可能性更大:

- ✓ **北京银行:** 充足的资本金令北京银行具备了快速扩张规模、提高杠杆进而改善 ROE 的可能。近期, 管理层披露了 09 年新增 550 亿元授信额度的计划, 显示其通过规模扩张弥补息差下滑的策略。此外, 资金充裕导致北京地区的利率下浮贷款占比偏高, 随着异地分行规模的成长, 其贷款收益率有结构性的提升空间, 进而能部分缓解息差下滑的压力。
- ✓ **华夏和深发展**由于历史不良贷款的包袱较重, 其信用成本一直处于较高水平, 明显高于我们测算的平均化的信用成本。随着华夏银行的拨备覆盖率达到 100%, 深发展的历史贷款向下迁徙的压力逐步减小, 华夏和深发展未来信用成本大幅上升的压力较小, 有利于实现盈利正增长。

综合而言, A 股选择深发展、华夏、兴业和北京银行; H 股选择中信和交行; 招行最好的进入时点为年报商誉减值风险和 1 季报净息差下降风险释放之后。

表 20：当期股价反映了多高的不良预期？

	计算 公式	工商 银行	建设 银行	中国 银行	交通 银行	招商 银行	浦发 银行	兴业 银行	民生 银行	华夏 银行	深发展 银行	中信 银行	北京 银行	南京 银行	宁波 银行
DDM模型测算的2010年 目标市净率	a	2.05	1.97	1.61	1.68	2.23	1.61	1.42	1.27	1.46	1.36	1.33	1.63	1.44	1.62
目前股价	b	3.87	4.25	3.23	4.79	12.49	12.90	14.69	4.25	7.88	9.65	4.15	8.54	9.01	7.30
隐含的2010年每股净资产	c=b/a	1.89	2.15	2.01	2.86	5.59	7.99	10.38	3.34	5.41	7.11	3.13	5.22	6.25	4.51
10年预测每股净资产	d	2.14	2.56	2.10	3.87	7.71	9.24	13.29	3.69	6.99	8.52	2.89	6.52	6.99	4.21
差异	e=d-c	0.25	0.40	0.09	1.01	2.12	1.25	2.90	0.35	1.58	1.42	-0.24	1.30	0.74	-0.30
总股本，百万股	f	334,019	233,689	253,839	48,994	14,703	6,461	5,000	18,823	4,997	3,105	39,033	6,228	1,837	2,500
目前股价隐含的税前不良 贷款拨备与财务模型预测 之差	g=e*f/75%	110,030	125,634	29,549	66,167	41,497	10,761	19,361	8,814	10,533	5,872	-12,453	10,788	1,813	-1,009
目前股价隐含的不良贷款 余额与财务模型预测之差	h=g/100%	110,030	125,634	29,549	66,167	41,497	10,761	19,361	8,814	10,533	5,872	-12,453	10,788	1,813	-1,009
10年预测不良贷款余额	i	160,212	125,446	146,570	48,268	20,644	21,769	15,322	22,941	10,248	15,871	21,964	6,938	1,837	2,223
10年预测总贷款余额	j	5,520,601	4,675,367	4,241,754	1,738,856	1,052,555	901,455	688,566	898,724	415,409	380,100	929,135	299,678	60,301	81,430
10年预测 不良贷款率，%	k=i/j	2.90	2.68	3.46	2.78	1.96	2.41	2.23	2.55	2.47	4.18	2.36	2.32	3.05	2.73
目前股价隐含10年 不良贷款率，%	m=(h+i)/j	4.90	5.37	4.15	6.58	5.90	3.61	5.04	3.53	5.00	5.72	1.02	5.92	6.05	1.49

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 21：H 股工行、建行和中行，A 股交行、兴业和民生解禁压力较大

百万股	解禁时间	解禁股份总数	占流通股比例	主要解禁股东及持股数
A股2009年限售股解禁汇总				
工行	2009-10-27	236,012	1579%	财政部：118,006mn 汇金公司：118,006mn
中行	2009-7-5	171,325	2638%	汇金公司：171,325mn
招行	2009-2-27	4,799	66%	招商局轮船：1,782mn 中国远洋：948mn 广州海运：565mn
浦发	2009-5-12	649	13%	上海国际集团：649mn
民生	2009-6-23	928	0.1%	中国人寿：928mn
华夏	2009-6-6	1,557	71%	首钢集团：300mn 国家电网：240mn 红塔集团：210mn 德意志银行：120mn
深发展	2009-6-20	136	5%	新桥集团：136mn
H股2009年限售股解禁汇总				
工行	2009-4-28	12,092	15%	高盛集团：8,238mn 安联集团：3,126mn 美国运通：638mn
	2009-6-29	7,051	8%	社保基金：7,051mn
	2009-10-20	19,143	23%	高盛集团：8,238mn 安联集团：3,126mn 美国运通：638mn
	2009-3-13	8,377	11%	社保基金：7,051mn 社保基金：8,377mn
中行	2008-12-30	14,356	19%	富登金融(淡马锡)：10,471mn 瑞士银行集团：3,378mn
	2008-12-31	20,943	28%	亚洲开发银行：507mn 苏格兰皇家银行：20,943mn

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 22：各银行盈利预测调整

工商银行

(人民币, 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)
净利息收入	262,342	259,589	-1.0	275,721	264,135	-4.2	256,217	261,286	2.0
非利息收入	43,467	41,571	-4.4	49,018	47,835	-2.4	53,753	53,893	0.3
营业收入	305,809	301,160	-1.5	324,739	311,970	-3.9	309,971	315,179	1.7
营业费用	90,236	96,074	6.5	99,441	102,842	3.4	106,110	107,712	1.5
拨备前利润	197,053	184,651	-6.3	206,859	191,038	-7.6	188,224	191,071	1.5
拨备	43,419	43,539	0.3	47,758	43,685	-8.5	27,638	39,312	42.2
税前利润	153,634	141,112	-8.2	159,101	147,353	-7.4	160,586	151,759	-5.5
净利润	118,298	108,656	-8.2	122,507	113,462	-7.4	123,651	116,854	-5.5
每股收益 (元)	0.35	0.33		0.37	0.34		0.37	0.35	
生息资产增速 (%)	11.5	10.7		11.4	11.3		9.7	11.4	
净息差	2.93%	2.91%		2.76%	2.66%		2.32%	2.37%	
净手续费收入增速 (%)	24.4	21.2		6.0	0.6		5.4	12.1	
成本收入比	29.5%	31.9%		30.6%	33.0%		34.2%	34.2%	
不良贷款比率	2.74%	2.74%		2.95%	2.62%		3.06%	2.90%	
准备金覆盖率	116.0%	123.0%		112.0%	122.0%		106.0%	115.0%	
信用风险成本	0.70%	0.70%		0.96%	0.84%		0.52%	0.73%	
有效税率	23.0%	23.0%		23.0%	23.0%		23.0%	23.0%	

中国银行

(人民币, 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)
净利息收入	160,469	159,495	-0.6	160,025	149,828	-6.4	151,418	157,860	4.3
非利息收入	70,064	69,724	-0.5	77,438	72,536	-6.3	87,408	76,262	-12.8
营业收入	230,534	229,219	-0.6	237,463	222,363	-6.4	238,826	234,121	-2.0
营业费用	99,290	96,169	-3.1	109,545	98,349	-10.2	118,225	105,116	-11.1
拨备前利润	131,244	133,050	1.4	127,919	124,014	-3.1	120,601	129,005	7.0
拨备	36,266	39,280	8.3	37,258	35,914	-3.6	21,155	32,288	52.6
税前利润	96,278	94,270	-2.1	91,761	88,601	-3.4	100,346	97,217	-3.1
净利润	74,134	72,588	-2.1	70,656	68,222	-3.4	77,266	74,857	-3.1
每股收益 (元)	0.27	0.28		0.26	0.26		0.28	0.28	
生息资产增速 (%)	11.1	13.3		9.8	11.8		9.8	11.1	
净息差	2.65%	2.61%		2.39%	2.18%		2.06%	2.06%	
净手续费收入增速 (%)	25.2	9.4		7.0	6.5		5.2	9.6	
成本收入比	43.1%	42.0%		46.1%	44.2%		49.5%	44.9%	
不良贷款比率	2.77%	2.73%		3.33%	3.07%		3.50%	3.46%	
准备金覆盖率	115.9%	119.3%		102.2%	104.5%		96.4%	94.5%	
信用风险成本	0.54%	0.63%		0.80%	0.74%		0.56%	0.81%	
有效税率	23.0%	23.0%		23.0%	23.0%		23.0%	23.0%	

建设银行

(人民币, 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)
净利息收入	227,001	219,493	-3.3	239,245	214,940	-10.2	232,379	220,304	-5.2
非利息收入	36,795	39,013	6.0	48,523	44,415	-8.5	52,636	49,887	-5.2
营业收入	263,796	258,506	-2.0	287,767	259,355	-9.9	285,016	270,190	-5.2
营业费用	82,318	88,795	7.9	92,359	93,756	1.5	101,915	99,170	-2.7
拨备前利润	166,398	154,418	-7.2	179,742	152,336	-15.2	168,470	158,365	-6.0
拨备	28,274	34,053	20.4	34,736	28,629	-17.6	32,344	31,936	-1.3
税前利润	138,124	120,365	-12.9	145,006	123,708	-14.7	136,126	126,428	-7.1
净利润	106,356	93,283	-12.3	111,655	95,873	-14.1	104,817	97,982	-6.5
每股收益 (元)	0.46	0.40		0.48	0.41		0.45	0.42	
生息资产增速 (%)	13.5	12.3		13.1	14.8		11.9	13.8	
净息差	3.27%	3.18%		3.04%	2.74%		2.62%	2.46%	
净手续费收入增速 (%)	28.4	19.8		5.0	3.5		4.5	14.1	
成本收入比	31.2%	34.3%		32.1%	36.1%		35.8%	36.7%	
不良贷款比率	2.12%	2.19%		2.69%	2.38%		2.99%	2.65%	
准备金覆盖率	123.9%	126.0%		112.6%	117.8%		110.7%	111.0%	
信用风险成本	0.53%	0.69%		0.85%	0.68%		0.75%	0.71%	
有效税率	23.0%	22.5%		23.0%	22.5%		23.0%	22.5%	

交通银行

(人民币, 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)
净利息收入	68,781	67,136	-2.4	72,891	67,044	-8.0	68,876	72,675	5.5
非利息收入	9,166	9,166	-	9,946	9,088	-8.6	10,675	9,543	-10.6
营业收入	79,547	77,252	-2.9	84,847	77,882	-8.2	81,821	84,218	2.9
营业费用	25,503	25,385	-0.5	28,687	27,067	-5.6	36,725	33,453	-8.9
拨备前利润	49,193	46,898	-4.7	51,154	46,618	-8.9	45,096	50,765	12.6
拨备	8,225	10,298	25.2	11,587	9,649	-16.7	8,456	12,343	46.0
税前利润	40,968	36,599	-10.7	39,567	36,969	-6.6	36,640	38,422	4.9
净利润	31,546	28,182	-10.7	30,467	28,466	-6.6	28,213	29,585	4.9
每股收益 (元)	0.64	0.58		0.62	0.58		0.58	0.60	
生息资产增速 (%)	17.9	18.6		16.1	17.0		14.3	15.8	
净息差	3.02	2.94		2.73	2.49		2.24	2.31	
成本收入比	32.1	32.9		33.8	34.8		39.0	34.8	
减值贷款率 (%)	1.84	1.80		2.46	2.26		2.67	2.78	
准备金覆盖率 (%)	123.4	132.3		108.6	110.4		102.9	96.8	
信用风险成本 (%)	0.69	0.86		0.85	0.69		0.54	0.76	
有效税率 (%)	23.0	23.0		23.0	23.0		23.0	23.0	

招商银行

(人民币, 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)
净利息收入	48,081	47,859	-0.5	52,058	44,009	-15.5	51,458	47,118	-8.4
非利息收入	9,174	8,587	-6.4	11,417	8,574	-24.9	12,851	9,948	-22.6
营业收入	57,255	56,446	-1.4	63,476	52,583	-17.2	64,310	57,066	-11.3
营业费用	19,107	18,702	-2.1	22,224	19,091	-14.1	25,036	20,443	-18.3
拨备前利润	34,900	34,563	-1.0	37,729	30,589	-18.9	35,765	33,639	-5.9
拨备	6,855	7,004	2.2	9,765	8,132	-16.7	5,367	7,148	33.2
税前利润	28,045	27,558	-1.7	27,964	22,456	-19.7	30,398	26,491	-12.9
净利润	21,595	21,220	-1.7	21,533	17,404	-19.2	23,406	20,530	-12.3
每股收益 (元)	1.47	1.44		1.46	1.18		1.59	1.40	
生息资产增速 (%)	18.8	15.3		17.3	18.7		17.5	19.9	
净息差	3.35%	3.39%		3.08%	2.67%		2.59%	2.39%	
净手续费收入增速 (%)	42.1	16.3		12.4	9.2		11.6	16.8	
成本收入比	33.4%	33.1%		35.0%	36.3%		38.9%	35.8%	
不良贷款比率	1.37%	1.23%		1.87%	1.58%		2.05%	1.96%	
准备金覆盖率	206.0%	238.5%		167.0%	184.0%		153.6%	155.0%	
信用风险成本	0.53%	0.55%		0.81%	0.61%		0.55%	0.73%	
有效税率	23.0%	23.0%		23.0%	22.5%		23.0%	22.5%	

中信银行

(人民币, 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)
净利息收入	37,534	35,380	-5.7	39,358	31,923	-18.9	39,593	35,374	-10.7
非利息收入	2,429	2,620	7.9	3,477	3,619	4.1	4,079	4,328	6.1
营业收入	39,963	38,000	-4.9	42,835	35,542	-17.0	43,672	39,702	-9.1
营业费用	15,184	14,962	-1.5	17,031	15,227	-10.6	18,912	15,889	-16.0
拨备前利润	24,779	23,038	-7.0	25,804	20,316	-21.3	24,760	23,813	-3.8
拨备	3,912	4,263	9.0	5,870	4,384	-25.3	5,416	5,998	10.7
税前利润	20,777	18,684	-10.1	19,854	15,852	-20.2	19,264	17,736	-7.9
净利润	15,791	14,200	-10.1	15,089	12,206	-19.1	14,641	13,656	-6.7
每股收益 (元)	0.40	0.36		0.39	0.31		0.38	0.35	
生息资产增速 (%)	19.6	14.9		18.1	16.7		15.7	15.8	
净息差	3.41%	3.28%		3.01%	2.55%		2.59%	2.44%	
净手续费收入增速 (%)	20.4	29.6		9.3	6.8		8.5	11.8	
成本收入比	38.0%	39.4%		39.8%	42.8%		43.3%	40.0%	
不良贷款比率	1.37%	1.37%		1.92%	1.84%		2.14%	2.36%	
准备金覆盖率	133.3%	137.1%		112.9%	105.3%		108.5%	90.0%	
信用风险成本	0.63%	0.68%		0.80%	0.60%		0.63%	0.70%	
有效税率	24.0%	24.0%		24.0%	23.0%		24.0%	23.0%	

民生银行

(人民币, 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)	原预测	最新预测	变化 (%)
净利息收入	29,278	28,696	-2.0	31,603	26,755	-15.3	35,500	31,606	-11.0
非利息收入	5,902	5,896	-0.1	6,811	6,719	-1.4	7,377	6,726	-8.8
营业收入	35,180	34,592	-1.7	38,415	33,474	-12.9	42,877	38,332	-10.6
营业费用	14,539	13,599	-6.5	16,800	13,969	-16.8	19,138	14,498	-24.2
拨备前利润	17,792	18,225	2.4	18,503	16,827	-9.1	20,266	20,768	2.5
拨备	3,207	4,491	40.0	4,849	4,526	-6.6	4,708	6,863	45.8
税前利润	14,584	13,734	-5.8	13,655	12,300	-9.9	15,558	13,904	-10.6
净利润	11,230	10,575	-5.8	10,514	9,471	-9.9	11,980	10,706	-10.6
每股收益 (元)	0.60	0.56		0.56	0.50		0.64	0.57	
生息资产增速 (%)	21.6	16.8		19.1	19.0		19.2	18.5	
净息差	2.91%	2.92%		2.62%	2.30%		2.47%	2.29%	
净手续费收入增速 (%)	141.5	120.3		7.6	4.4		7.9	10.0	
成本收入比	41.3%	39.3%		43.7%	41.7%		44.6%	37.8%	
不良贷款比率	1.29%	1.24%		2.04%	1.81%		2.35%	2.55%	
准备金覆盖率	121.0%	137.7%		93.3%	99.5%		89.4%	86.5%	
信用风险成本	0.53%	0.74%		0.69%	0.64%		0.58%	0.82%	
有效税率	23.0%	23.0%		23.0%	23.0%		23.0%	23.0%	

浦发银行

(人民币: 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)
净利息收入	30,999	31,338	1.1	32,854	30,727	-6.5	33,490	35,323	5.5
非利息收入	1,991	2,261	13.6	2,571	2,373	-7.7	2,716	2,689	-1.0
营业收入	32,989	33,598	1.8	35,425	33,101	-6.6	36,206	38,012	5.0
营业费用	12,602	13,103	4.0	14,170	13,240	-6.6	15,931	14,825	-6.9
拨备前利润	18,012	18,042	0.2	18,704	17,444	-6.7	17,669	20,413	15.5
拨备	3,221	4,495	39.6	4,811	5,392	12.1	5,478	7,238	32.1
税前利润	14,792	13,547	-8.4	13,894	12,052	-13.3	12,191	13,175	8.1
净利润	11,389	10,431	-8.4	10,698	9,280	-13.3	9,387	10,144	8.1
每股收益 (元)	2.01	1.84		1.89	1.64		1.66	1.79	
生息资产增速 (%)	18.1	22.1		17.6	17.6		16.5	16.8	
净息差	3.13%	3.11%		2.82%	2.55%		2.46%	2.50%	
净手续费收入增速 (%)	37.3	30.2		5.6	5.7		2.6	16.8	
成本收入比	38.2%	39.0%		40.0%	40.0%		44.0%	39.0%	
不良贷款比率	1.37%	1.25%		1.98%	1.81%		2.19%	2.41%	
准备金覆盖率	202.9%	232.2%		144.0%	163.9%		133.6%	130.7%	
信用风险成本	0.54%	0.75%		0.70%	0.76%		0.67%	0.87%	
有效税率	23.0%	23.0%		23.0%	23.0%		23.0%	23.0%	

深发展

(人民币: 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)
净利息收入	12,502	12,648	1.2	13,569	13,503	-0.5	14,287	14,571	2.0
非利息收入	1,450	1,489	2.7	1,572	1,574	0.1	1,687	1,731	2.6
营业收入	13,952	14,137	1.3	15,141	15,078	-0.4	15,974	16,301	2.1
营业费用	5,162	5,089	-1.4	5,905	5,579	-5.5	6,709	6,194	-7.7
拨备前利润	7,743	7,917	2.2	8,100	8,293	2.4	8,067	8,803	9.1
拨备	2,392	2,650	10.8	3,051	2,988	-2.1	3,469	3,418	-1.5
税前利润	5,351	5,266	-1.6	5,049	5,305	5.1	4,598	5,385	17.1
净利润	4,120	4,055	-1.6	3,888	4,085	5.1	3,540	4,146	17.1
每股收益 (元)	1.33	1.31	-1.6	1.25	1.32	5.1	1.14	1.34	17.1
生息资产增速 (%)	22.8	24.6		19.6	20.6		19.3	19.5	
净息差	3.20%	3.21%		2.87%	2.80%		2.53%	2.52%	
净手续费收入增速 (%)	43.1	52.1		7.5	3.9		5.0	15.0	
成本收入比	37.0%	36.0%		39.0%	37.0%		42.0%	38.0%	
不良贷款比率	5.62%	4.02%		4.23%	4.04%		4.25%	4.18%	
准备金覆盖率	48.3%	48.3%		61.3%	61.9%		61.7%	62.3%	
信用风险成本	0.99%	1.09%		1.06%	1.03%		1.00%	0.98%	
有效税率	23.0%	23.0%		23.0%	23.0%		23.0%	23.0%	

兴业银行

(人民币: 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)
净利息收入	27,398	26,666	-2.7	31,601	28,298	-10.5	32,115	30,294	-5.7
非利息收入	2,080	3,089	48.5	2,289	3,152	37.7	2,556	2,896	13.3
营业收入	29,478	29,754	0.9	33,889	31,450	-7.2	34,671	33,190	-4.3
营业费用	10,313	10,313	0.0	12,370	11,109	-10.2	13,968	11,804	-15.5
拨备前利润	17,431	17,694	1.5	19,642	18,595	-5.3	18,768	19,632	4.6
拨备	2,309	3,404	47.4	4,432	4,641	4.7	4,993	4,854	-2.8
税前利润	15,122	14,289	-5.5	15,210	13,954	-8.3	13,775	14,778	7.3
净利润	12,248	11,574	-5.5	12,320	11,303	-8.3	11,158	11,970	7.3
每股收益 (元)	2.45	2.31		2.46	2.26		2.23	2.39	
生息资产增速 (%)	29.1	26.2		21.5	17.8		18.7	17.7	
净息差	2.92%	2.90%		2.77%	2.62%		2.37%	2.38%	
净手续费收入增速 (%)	37.1	43.1		7.6	-0.9		5.2	15.9	
成本收入比	35.0%	34.7%		36.5%	35.3%		40.3%	35.6%	
不良贷款比率	1.19%	1.11%		1.91%	1.72%		2.35%	2.23%	
准备金覆盖率	153.5%	185.8%		114.3%	134.2%		103.9%	107.1%	
信用风险成本	0.53%	0.78%		0.85%	0.88%		0.79%	0.77%	
有效税率	19.0%	19.0%		19.0%	19.0%		19.0%	19.0%	

北京银行

(人民币: 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)
净利息收入	11,250	10,979	-2.4	12,630	11,646	-7.8	13,174	12,138	-7.9
非利息收入	906	906	-	1,067	1,016	-4.8	1,213	1,133	-6.6
营业收入	12,156	11,885	-2.2	13,697	12,662	-7.6	14,387	13,271	-7.8
营业费用	3,375	3,369	-0.2	3,882	3,704	-4.6	4,427	4,084	-7.8
拨备前利润	8,781	8,516	-3.0	9,815	8,958	-8.7	9,959	9,187	-7.8
拨备	1,258	1,406	11.8	1,544	1,694	9.7	1,615	1,750	8.3
税前利润	7,491	7,077	-5.5	8,239	7,232	-12.2	8,311	7,404	-10.9
净利润	5,843	5,520	-5.5	6,426	5,641	-12.2	6,483	5,775	-10.9
每股收益 (元)	0.94	0.89		1.03	0.91		1.04	0.93	
生息资产增速 (%)	18.0	17.3		16.9	22.7		16.6	22.0	
净息差	2.97%	2.90%		2.84%	2.56%		2.53%	2.18%	
净手续费收入增速 (%)	97.3	97.3		16.2	7.5		11.3	7.5	
成本收入比	22.1%	22.6%		22.7%	24.3%		25.1%	26.1%	
不良贷款比率	1.72%	1.71%		1.85%	2.00%		1.85%	2.32%	
准备金覆盖率	148.7%	149.0%		137.0%	128.7%		131.9%	108.5%	
信用风险成本	0.73%	0.81%		0.74%	0.79%		0.62%	0.65%	
有效税率	22.0%	22.0%		22.0%	22.0%		22.0%	22.0%	

南京银行

(人民币: 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)
净利息收入	2,615	2,429	-7.1	2,960	2,958	-0.1	3,038	3,404	12.0
非利息收入	266	439	65.0	320	439	37.3	358	352	-1.6
营业收入	2,882	2,868	-0.5	3,280	3,397	3.6	3,397	3,757	10.6
营业费用	732	732	-	856	856	-	985	985	-
拨备前利润	1,994	1,979	-0.7	2,250	2,379	5.7	2,238	2,596	16.0
拨备	280	279	-0.2	420	580	38.2	322	757	135.0
税前利润	1,714	1,700	-0.8	1,830	1,798	-1.8	1,916	1,838	-4.0
净利润	1,474	1,445	-2.0	1,574	1,529	-2.9	1,648	1,563	-5.2
每股收益 (元)	0.80	0.79		0.86	0.83		0.90	0.85	
生息资产增速 (%)	21.2	24.9		19.7	23.4		16.5	20.3	
净息差	3.19%	2.92%		3.00%	2.86%		2.61%	2.71%	
净手续费收入增速 (%)	31.4	164.9		28.1	29.5		12.6	13.0	
成本收入比	25.4%	25.5%		26.1%	25.2%		29.0%	26.2%	
不良贷款比率	1.7%	1.6%		2.3%	2.3%		2.5%	3.3%	
准备金覆盖率	171.2%	171.1%		142.4%	140.9%		128.2%	115.4%	
信用风险成本	0.84%	0.81%		1.06%	1.34%		0.68%	1.39%	
有效税率	14.0%	15.0%		14.0%	15.0%		14.0%	15.0%	

宁波银行

(人民币: 百万元)	2008			2009			2010		
	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)
净利息收入	2,722	2,780	2.1	3,082	3,152	2.3	3,381	3,795	12.2
非利息收入	393	404	2.6	420	403	-3.8	492	444	-9.8
营业收入	3,116	3,184	2.2	3,501	3,555	1.5	3,874	4,239	9.4
营业费用	1,758	1,797	2.2	1,869	2,002	7.1	2,024	2,468	22.0
拨备前利润	186	228	22.5	509	554	8.9	522	936	79.3
拨备	1,572	1,569	-0.2	1,360	1,448	6.5	1,502	1,533	2.0
税前利润	1,415	1,381	-2.4	1,224	1,231	0.6	1,352	1,303	-3.6
净利润	0.57	0.55	-2.4	0.49	0.49	0.0	0.54	0.52	-3.6
每股收益 (元)	0.57	0.55		0.49	0.49		0.54	0.52	
生息资产增速 (%)	22.0	30.9		23.0	23.2		23.4	23.5	
净息差 (%)	3.37	3.31		3.11	2.96		2.77	2.89	
净手续费收入增速 (%)	102.8	108.8		19.1	11.1		17.6	10.2	
成本收入比 (%)	36.7	36.8		39.8	37.7		41.2	36.2	
不良贷款比率 (%)	0.48	0.78		1.37	1.80		1.86	2.73	
准备金覆盖率 (%)	276	180		133	107		113	96	
信用风险成本 (%)	0.44	0.54		0.93	1.00		0.75	1.30	
有效税率 (%)	10.00	12.0		10.0	15.0		10.0	15.0	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 23: 工商银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	163,542	224,465	259,589	264,135	261,286	每股净利润(元)	0.15	0.24	0.33	0.34	0.35
非利息收入	18,096	31,564	41,571	47,835	53,893	每股拨备前利润(元)	0.31	0.46	0.55	0.57	0.57
经营收入合计	181,638	256,029	301,160	311,970	315,179	每股净资产(元)	1.40	1.61	1.81	1.96	2.14
营业费用	65,978	88,750	96,074	102,842	107,712	P/E	26.2	15.9	11.9	11.4	11.1
拨备前利润	104,241	152,768	184,651	191,038	191,071	P/PPOP	12.4	8.5	7.0	6.8	6.8
当期提取各项准备金	32,189	37,406	43,539	43,685	39,312	P/B	2.77	2.40	2.14	1.98	1.81
税前利润	72,065	115,378	141,112	147,353	151,759	股息派发率(%)	48.6%	49.2%	60.00%	50.00%	50.00%
净利润	49,880	82,254	108,656	113,462	116,854	股息收益率(%)	1.85%	3.10%	5.04%	4.39%	4.52%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	7,508,751	8,683,712	9,569,561	10,609,199	11,808,873	NPL 余额 (百万元)	137,745	111,774	107,599	130,846	160,212
贷款余额 (毛额)	3,631,171	4,073,229	4,500,918	4,996,019	5,520,601	正常	87.18%	91.54%			
其他生息资产	3,810,179	4,402,861	4,885,194	5,454,537	6,118,249	关注	9.03%	5.72%			
非生息资产	164,594	323,309	315,796	318,276	354,266	次级	1.84%	0.94%			
存款余额	6,326,390	6,898,413	7,933,175	8,964,488	9,995,404	可疑	1.71%	1.52%			
其他付息负债	483,928	1,033,682	796,499	731,496	811,249	损失	0.25%	0.28%			
股东权益	471,001	543,676	610,753	659,253	719,609	NPL/贷款余额(%)	3.79%	2.74%	2.39%	2.62%	2.90%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	4.15%	2.42%			
总资产年增长率	16.3%	15.6%	10.2%	10.9%	11.3%	准备金余额/NPL(%)	70.6%	103.5%	123.00%	122.00%	115.00%
净边际利率 (NIM)	2.37%	2.82%	2.91%	2.66%	2.37%	准备金余额/贷款余额(%)	2.68%	2.84%	2.94%	3.20%	3.34%
净利差(Spread)	2.25%	2.69%	2.77%	2.58%	2.32%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.42%	6.18%	6.90%	5.27%	4.10%	核心资本充足率	12.23%	11.08%	11.22%	11.18%	11.02%
平均债券投资收益率	2.54%	3.07%	3.21%	2.86%	2.21%	资本充足率(CAR)	14.05%	13.18%	12.57%	12.49%	12.29%
平均生息资产生息率	3.93%	4.49%	4.78%	3.75%	2.96%	风险加权资产平均系数	50.3%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%
平均存款付息率	1.64%	1.76%	2.00%	1.13%	0.57%	股东权益/总资产	6.3%	6.3%	6.4%	6.2%	6.1%
平均付息负债付息率	1.68%	1.80%	2.01%	1.17%	0.65%	生息资产/总资产	97.8%	96.3%	96.7%	97.0%	97.0%
非利息收入/经营收入	10.0%	12.3%	13.8%	15.3%	17.1%	贷款/总资产	48.4%	46.9%	47.0%	47.1%	46.7%
营业费用/经营收入	36.3%	34.7%	31.9%	33.0%	34.2%	债券投资/总资产	38.1%	35.8%	33.5%	37.0%	38.4%
提取准备金/贷款平均余额	0.87%	0.86%	0.70%	0.86%	0.73%	贷款/存款(不含贴现)	48.3%	48.1%	46.0%	45.1%	44.7%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	10.4%	12.2%	10.5%	11.0%	10.5%	对公活期存款	31.2%	34.3%			
存款余额	10.3%	9.0%	15.0%	13.0%	11.5%	对公定期存款	13.6%	15.1%			
净利息收入	10.5%	37.3%	15.6%	1.8%	-1.1%	居民储蓄活期存款	17.4%	17.0%			
非利息收入	0.4%	74.4%	31.7%	15.1%	12.7%	居民储蓄定期存款	34.7%	30.0%			
经营收入合计	9.4%	41.0%	17.6%	3.6%	1.0%	其他存款	1.5%	1.7%			
营业费用	-0.9%	34.5%	8.3%	7.0%	4.7%	贷款结构 (占贷款余额%)					
拨备前利润	15.8%	46.6%	20.9%	3.5%	0.0%	公司贷款	69.7%	71.6%	75.0%	74.0%	73.0%
税前利润	14.3%	60.1%	22.3%	4.4%	3.0%	个人贷款	15.9%	18.5%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	31.2%	64.9%	32.1%	4.4%	3.0%	贴现贷款	11.4%	6.2%	6.0%	7.0%	8.0%
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	2.34%	2.77%	2.84%	2.62%	2.33%	分支机构数量 (个)	16,997	16,588			
非利息收入	0.26%	0.39%	0.46%	0.47%	0.48%	员工数 (人)	351,448				
经营收入合计	2.60%	3.16%	3.30%	3.09%	2.81%	贷款余额市场份额(%)	15.24%	14.67%			
营业费用	0.94%	1.10%	1.05%	1.02%	0.96%	存款余额市场份额(%)	18.18%	17.20%			
拨备前利润	1.49%	1.89%	2.02%	1.89%	1.70%	个人贷款市场份额(%)	15.04%	14.84%			
当年提取各项准备金	0.46%	0.46%	0.48%	0.43%	0.35%	总股本 (百万股)	334,019	334,019			
税前利润	1.03%	1.43%	1.55%	1.46%	1.35%	其中: 上市交易股本	41,584	56,835			
所得税	0.32%	0.41%	0.36%	0.34%	0.31%	近三年扩股增资大事记: 2005年股份制改革, 注资150亿美元, 2005年10月改制完成;					
ROAA	0.71%	1.02%	1.19%	1.12%	1.04%	2006年1月引进战略投资者获投资37.82亿美元					
X(平均总资产/平均净资产)	19.1	16.0	15.8	15.9	16.3	2006年10月同时发行149.50亿A股和830.57亿H股					
ROAE	13.6%	16.2%	18.8%	17.9%	16.9%	最近前三大股东及比例: 财政部35.3%, 汇金35.3%, 高盛集团4.9%					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 24：建设银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标*					
净利息收入	140,368	192,775	219,493	214,940	220,304	每股净利润(元)	0.21	0.30	0.40	0.41	0.42
非利息收入	11,225	27,942	39,013	44,415	49,887	每股拨备前利润(元)	0.38	0.55	0.66	0.65	0.68
经营收入合计	151,593	220,717	258,506	259,355	270,190	每股净资产(元)	1.47	1.81	2.07	2.31	2.56
营业费用	57,685	79,990	88,795	93,756	99,170	P/E	20.6	14.4	10.7	10.4	10.1
拨备前利润	84,931	128,390	154,418	152,336	158,365	P/PPOP	11.2	7.7	6.4	6.5	6.3
当期提取各项准备金	19,214	27,595	34,053	28,629	31,936	P/B	2.89	2.35	2.05	1.84	1.66
税前利润	65,717	100,816	120,365	123,708	126,428	股息派发率(%)	44.6%	67.5%	45.0%	40.0%	40.0%
净利润	46,319	69,142	93,283	95,873	97,982	股息收益率(%)	2.16%	4.69%	4.22%	4.29%	3.94%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	5,448,511	6,598,177	7,386,592	8,467,255	9,629,129	NPL 余额 (百万元)	94,399	85,170	80,436	99,188	123,689
贷款余额 (毛额)	2,873,609	3,272,157	3,671,360	4,166,994	4,675,367	正常	87.5%	90.4%			
其他生息资产	2,501,059	3,239,337	3,639,333	4,222,371	4,869,586	关注	9.3%	7.0%			
非生息资产	151,476	175,611	177,278	194,747	221,470	次级	1.0%	0.8%			
存款余额	4,721,256	5,329,507	6,182,228	7,109,562	8,104,901	可疑	1.9%	1.5%			
其他付息负债	292,098	706,246	566,749	642,893	724,747	损失	0.3%	0.3%			
股东权益	330,204	422,281	484,859	538,755	598,387	减值贷款/贷款余额(%)	3.29%	2.60%	2.19%	2.38%	2.65%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款90天以上贷款/贷款余额(%)	2.70%	2.05%			
总资产年增长率	18.8%	21.1%	11.9%	14.6%	13.7%	准备金余额/NPL(%)	82.2%	104.4%	126.0%	117.8%	111.0%
净边际利率 (NIM)	2.84%	3.24%	3.18%	2.74%	2.46%	准备金余额/贷款余额(%)	2.70%	2.72%	2.76%	2.80%	2.94%
净利差(Spread)	2.73%	3.13%	3.03%	2.66%	2.41%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.76%	6.45%	6.99%	5.09%	4.12%	核心资本充足率	9.92%	10.37%	10.41%	10.19%	10.01%
平均投资收益	3.04%	3.42%	3.50%	2.91%	2.24%	资本充足率(CAR)	12.11%	12.58%	12.18%	11.72%	11.36%
平均生息资产生息率	4.35%	4.79%	4.97%	3.71%	3.01%	风险加权资产平均系数	56.7%	55.8%	57.6%	58.0%	58.0%
平均存款付息率	1.55%	1.57%	1.90%	1.02%	0.53%	股东权益/总资产	6.1%	6.4%	6.6%	6.4%	6.2%
平均付息负债付息率	1.62%	1.67%	1.95%	1.05%	0.60%	生息资产/总资产	97.2%	97.3%	97.6%	97.7%	97.7%
非利息收入/经营收入	9.0%	14.2%	14.5%	15.0%	16.4%	贷款/总资产	51.3%	48.2%	48.3%	47.8%	47.1%
营业费用/经营收入	38.1%	36.2%	34.3%	36.1%	36.7%	债券投资/总资产	35.0%	33.4%	32.1%	34.9%	38.1%
提取准备金/贷款平均余额	0.71%	0.65%	0.69%	0.68%	0.71%	贷款/存款(不含贴现)	57.4%	59.4%	57.3%	56.6%	
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	16.9%	13.9%	12.2%	13.5%	12.2%	对公活期存款	37.7%	40.4%			
存款余额	17.9%	12.9%	16.0%	15.0%	14.0%	对公定期存款	15.2%	16.2%			
净利息收入	20.4%	37.3%	13.9%	-2.1%	2.5%	居民储蓄活期存款	17.7%	18.7%			
非利息收入	-7.7%	148.9%	39.6%	13.8%	12.3%	居民储蓄定期存款	29.4%	24.8%			
经营收入合计	17.8%	45.6%	17.1%	0.3%	4.2%	贷款结构 (占贷款余额%)					
营业费用	14.8%	38.5%	12.7%	2.8%	4.5%	公司贷款	73.5%	74.2%	75.5%	75.5%	
提取准备金前利润	20.3%	51.2%	20.3%	-1.3%	4.0%	个人贷款	20.9%	22.6%	21.0%	21.0%	
税前利润	18.7%	53.4%	19.4%	2.8%	2.2%	贴现贷款	5.6%	3.2%	3.5%	3.5%	
净利润	18.0%	49.3%	34.9%	2.8%	2.2%	其他数据					
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						分支机构数量 (个)	13,629	13,475			
净利息收入	2.80%	3.20%	3.14%	2.71%	2.43%	员工数 (人)	297,506	298,868			
非利息收入	0.22%	0.46%	0.56%	0.56%	0.55%	贷款余额市场份额(%)	12.06%	11.78%			
经营收入合计	3.02%	3.66%	3.70%	3.27%	2.99%	存款余额市场份额(%)	13.57%	13.29%			
营业费用	1.15%	1.33%	1.27%	1.18%	1.10%	个人贷款市场份额(%)	24.91%	22.58%			
拨备前利润	1.69%	2.13%	2.21%	1.92%	1.75%	总股本 (百万股)	224,689	233,689	233,689	233,689	233,689
当年提取各项准备金	0.38%	0.46%	0.49%	0.36%	0.35%	其中: 上市交易股本	-	9,000			
税前利润	1.31%	1.67%	1.72%	1.56%	1.40%	近三年扩股增资大事记:	2004年9月改制为股份制商业银行 2005年9月首次发行H股,2007年9月发行A股				
所得税	0.39%	0.53%	0.39%	0.35%	0.31%	大股东及比例:	汇金公司 48.17%, 美国银行 19.13%, 建银 8.85%				
ROAA	0.92%	1.15%	1.33%	1.21%	1.08%						
X(平均总资产/平均净资产)	16.2	16.0	15.4	15.5	15.9						
ROAE	15.0%	18.4%	20.6%	18.7%	17.2%						

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 25: 中国银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	121,371	152,745	159,495	149,828	157,860	每股净利润(元)	0.17	0.22	0.28	0.26	0.28
非利息收入	27,007	41,510	69,724	72,536	76,262	每股拨备前利润(元)	0.31	0.43	0.52	0.49	0.51
经营收入合计	148,378	194,255	229,219	222,363	234,121	每股净资产(元)	1.51	1.66	1.83	1.95	2.10
营业费用	68,731	85,026	96,169	98,349	105,116	P/E	19.14	14.58	11.64	12.65	11.53
拨备前利润	79,647	109,229	133,050	124,014	129,005	P/PPOP	10.29	7.51	6.16	6.61	6.36
当期提取各项准备金	12,342	19,795	39,280	35,914	32,288	P/B	2.14	1.95	1.76	1.66	1.54
税前利润	67,937	90,697	94,270	88,601	97,217	股息派发率(%)	23.7%	45.1%	50.0%	50.0%	50.0%
净利润	48,264	62,036	72,588	68,222	74,857	股息收益率(%)	1.2%	3.1%	4.3%	4.0%	#DIV/0!
本行股东享有的净利润	42,830	56,248	70,410	64,811	71,114	资产质量指标					
资产负债表摘要 (人民币百万元)						不良贷款余额(百万元)	98,220	88,802	89,145	114,119	146,570
总资产	5,327,653	5,991,217	6,791,433	7,594,045	8,434,126	正常	87.8%	91.8%			
贷款余额(毛额)	2,432,019	2,850,561	3,263,892	3,720,837	4,241,754	关注	8.1%	5.1%			
其他生息资产	2,679,953	2,888,175	3,239,985	3,552,014	3,841,742	次级	1.6%	1.2%			
非生息资产	309,974	348,549	393,903	440,455	489,179	可疑	1.8%	1.4%			
存款余额	4,091,118	4,400,111	5,016,127	5,643,142	6,292,104	损失	0.6%	0.4%			
其他付息负债	491,630	779,914	940,486	1,044,023	1,152,393	减值贷款余额(百万元)	103,232	90,317	89,145	114,119	146,570
股东权益	412,956	450,657	495,249	527,177	567,923	减值贷款/贷款余额(%)	4.24%	3.17%	2.73%	3.07%	3.46%
主要驱动因素(%)						逾期贷款/贷款余额(%)	4.9%	3.4%			
总资产年增长率	12.4%	12.5%	13.4%	11.8%	11.1%	准备金余额/减值贷款(%)	91.3%	106.4%	119.3%	104.5%	94.5%
净边际利率(NIM)	2.50%	2.82%	2.61%	2.18%	2.06%	准备金余额/贷款余额(%)	3.9%	3.4%	3.3%	3.2%	3.3%
净利差(Spread)	2.30%	2.59%	2.39%	2.06%	1.99%	资产负债配置结构(%)					
平均贷款生息率	5.53%	6.00%	6.15%	4.26%	3.39%	核心资本充足率	11.44%	10.67%	10.77%	10.27%	10.00%
平均债券投资收益率	3.76%	4.08%	3.50%	3.03%	2.45%	资本充足率(CAR)	13.59%	13.34%	13.53%	12.74%	12.23%
平均生息资产生息率	4.44%	4.83%	4.62%	3.34%	2.73%	风险加权资产平均系数	65.1%	62.7%	61.0%	61.0%	61.0%
平均存款付息率	2.05%	2.10%	2.10%	1.14%	0.58%	股东权益/总资产	7.8%	7.5%	7.3%	6.9%	6.7%
平均付息负债付息率	2.14%	2.24%	2.23%	1.28%	0.74%	生息资产/总资产	94.2%	94.2%	94.2%	94.2%	94.2%
非利息收入/经营收入	18.2%	21.4%	30.4%	32.6%	32.6%	贷款/总资产	43.9%	46.0%	46.5%	47.4%	48.7%
营业费用/经营收入	42.0%	39.3%	37.0%	39.9%	40.7%	债券投资/总资产	35.5%	28.6%	28.4%	30.4%	30.2%
提取准备金/贷款平均余额	0.53	0.31	0.63	0.74	0.81	贷款/存款(不含贴现)	59.4%	64.8%	65.1%	65.9%	67.4%
年增长率(%)						存款结构(占存款余额%)					
贷款余额	8.8%	17.2%	14.5%	14.0%	14.0%	对公活期存款	23.9%	26.7%			
存款余额	10.6%	7.6%	14.0%	12.5%	11.5%	对公定期存款	13.4%	15.8%			
净利息收入	20.2%	25.8%	4.4%	-6.1%	11.1%	储蓄活期存款	18.8%	18.4%			
非利息收入	12.1%	53.7%	68.0%	4.0%	5.4%	储蓄定期存款	40.2%	35.1%			
经营收入合计	18.6%	30.9%	18.0%	-3.0%	5.1%	其他存款	3.6%	4.0%			
营业费用	14.6%	23.7%	13.1%	2.3%	5.3%	贷款结构(占贷款余额%)					
拨备前利润	22.3%	37.1%	21.8%	-6.8%	6.9%	公司贷款(含贴现)	76.0%	74.3%	73.0%	72.0%	71.0%
税前利润	26.3%	33.5%	3.9%	-6.0%	4.0%	个人贷款	24.0%	25.7%	27.0%	28.0%	29.0%
净利润	65.2%	31.3%	25.2%	-8.0%	9.7%	其他数据					
盈利结构杜邦分析(以下按占平均总资产%)						国内分支机构数量(个)	10,598	10,834			
净利息收入	2.41%	2.70%	2.50%	2.08%	1.97%	员工数(人)	232,632	237,379			
非利息收入	0.54%	0.73%	1.09%	1.01%	0.95%	贷款余额市场份额(%)	10.21%	10.26%			
经营收入合计	2.95%	3.43%	3.59%	3.09%	2.92%	存款余额市场份额(%)	11.76%	10.97%			
营业费用	1.24%	1.35%	1.33%	1.23%	1.19%	个人贷款市场份额(%)	24.22%	22.37%			
拨备前利润	1.58%	1.93%	2.08%	1.72%	1.61%	总股本(百万股)	253,839	253,839	253,839	253,839	253,839
当年提取各项准备金	0.25%	0.35%	0.61%	0.50%	0.40%	其中: 上市交易股本	76,020	76,020	76,020	76,020	76,028
税前利润	1.35%	1.60%	1.47%	1.23%	1.21%	近三年扩股增资大事记:	2004年,引进RBS China, 亚洲金融, 瑞士银行等机构投资者; 2006年, 先后发行H股和A股				
所得税	0.39%	0.51%	0.34%	0.28%	0.28%	最近前三大股东及比例:	汇金 67.49%, RBS China 8.25%, 亚洲金融 4.64%				
ROAA	0.85%	0.99%	1.10%	0.90%	0.93%						
X(平均总资产/平均净资产)	15.1	13.1	13.5	14.1	14.6						
ROAE	12.81%	13.03%	14.89%	12.68%	13.67%						

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 26：交通银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	39,803	54,144	67,136	67,044	72,675	每股净利润(元)	0.25	0.42	0.58	0.58	0.60
非利息收入	4,035	8,645	10,116	10,838	11,543	每股拨备前利润(元)	0.50	0.77	0.96	0.95	1.04
经营收入合计	43,838	62,789	77,252	77,882	84,218	每股净资产(元)	1.98	2.72	3.15	3.50	3.87
营业费用	18,340	21,631	25,385	27,067	33,453	P/E	19.1	11.5	8.3	8.6	8.2
拨备前利润	22,943	37,494	46,898	46,618	50,765	P/PPOP	9.6	6.3	5.0	5.2	4.8
当期提取各项准备金	5,538	6,380	10,298	9,649	12,343	P/B	2.42	1.76	1.52	1.42	1.29
税前利润	17,405	31,114	36,599	36,969	38,422	股息派发率(%)	37.3%	36.0%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润	12,269	20,402	28,182	28,466	29,585	股息收益率(%)	2.0%	3.1%	4.8%	5.0%	5.2%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	1,719,483	2,110,444	2,502,677	2,927,224	3,390,034	减值贷款余额 (百万元)	23,477	22,694	23,261	33,854	48,268
贷款余额 (毛额)	924,825	1,104,490	1,292,253	1,499,014	1,738,856	正常	89.9%				
其他生息资产	762,625	983,084	1,191,140	1,409,982	1,636,869	关注	8.1%				
非生息资产	49,131	44,572	50,054	55,617	61,021	次级	0.9%				
存款余额	1,344,177	1,555,599	1,835,607	2,147,660	2,502,024	可疑	1.0%				
其他付息负债	248,399	370,763	462,863	549,672	630,664	损失	0.10%				
股东权益	90,495	133,321	154,154	171,347	189,545	减值贷款/贷款余额(%)	2.54%	2.05%	1.80%	2.26%	2.78%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	1.99%	1.78%			
总资产年增长率	20.8%	22.7%	18.6%	17.0%	15.8%	准备金余额/减值贷款(%)	72.8%	95.6%	132.3%	110.4%	96.78%
净息差 (NIM)	2.59%	2.87%	2.94%	2.49%	2.3%	准备金余额/贷款余额(%)	1.85%	1.96%	2.38%	2.49%	2.69%
净利差 (Spread)	2.50%	2.73%	2.76%	2.40%	2.3%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.50%	6.45%	6.85%	4.78%	4.0%	核心资本充足率	8.52%	10.27%	10.06%	9.65%	9.29%
平均债券投资收益率	3.06%	3.21%	3.65%	2.99%	2.4%	资本充足率(CAR)	10.83%	14.44%	13.84%	12.88%	12.08%
平均生息资产生息率	4.20%	4.79%	5.07%	3.62%	3.0%	风险加权资产平均系数	0.0%	55.1%	56.0%	56.0%	56.0%
平均存款付息率	1.51%	1.79%	2.16%	1.19%	0.7%	股东权益/总资产	5.3%	6.3%	6.2%	5.9%	5.6%
平均付息负债付息率	1.70%	2.06%	2.31%	1.22%	0.8%	生息资产/总资产	97.1%	97.9%	98.0%	98.1%	98.2%
非利息收入/经营收入	9.2%	13.8%	13.1%	13.9%	13.7%	贷款/总资产	52.8%	51.3%	50.4%	49.9%	49.9%
营业费用/经营收入	41.8%	34.5%	32.9%	34.8%	34.8%	债券投资/总资产	23.3%	26.8%	26.5%	31.4%	32.6%
提取准备金/贷款平均余额	0.68%	0.64%	0.86%	0.69%	0.8%	贷款/存款(不含贴现)	63.4%	69.0%	66.0%	65.0%	
年增长率 (%)						贷款/存款	68.8%	71.0%	70.4%	69.8%	
贷款余额	20.2%	19.4%	17.0%	16.0%	16.0%	存款结构 (占存款余额%)					
存款余额	10.1%	15.7%	18.0%	17.0%	16.5%	对公活期存款	38.1%	45.0%			
净利息收入	26.0%	36.0%	24.0%	-0.1%	16.0%	对公定期存款	23.1%	19.3%			
非利息收入	13.3%	114.3%	17.0%	7.1%	8.4%	个人活期存款	14.0%	14.6%			
经营收入合计	24.7%	43.2%	23.0%	0.8%	6.5%	个人定期存款	23.9%	20.2%			
营业费用	16.0%	21.1%	20.0%	3.0%	8.1%	其他存款	0.9%	0.9%			
拨备前利润	33.8%	63.4%	25.1%	-0.6%	7.0%	贷款结构 (占贷款余额%)					
税前利润	35.5%	78.8%	17.6%	1.0%	8.9%	公司贷款	78.5%	81.5%	78.2%	78.1%	
净利润	32.7%	66.3%	38.1%	1.0%	3.9%	个人贷款	13.6%	15.6%	15.5%	15.0%	
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						贴现贷款	7.9%	2.9%	6.3%	6.9%	
净利息收入	2.53%	2.83%	2.91%	2.47%	2.3%	其他数据					
非利息收入	0.26%	0.45%	0.44%	0.40%	0.4%	分支机构数量 (个)	2,628	2,618			
经营收入合计	2.79%	3.28%	3.35%	2.87%	2.7%	员工数 (人)	60,865	68,083			
营业费用	1.17%	1.13%	1.10%	1.00%	1.1%	贷款余额市场份额(%)	3.88%	3.98%			
拨备前利润	1.46%	1.96%	2.03%	1.72%	1.6%	存款余额市场份额(%)	3.86%	3.88%			
当年提取各项准备金	0.35%	0.33%	0.45%	0.36%	0.4%	个人贷款市场份额(%)	5.24%	5.27%			
税前利润	1.11%	1.62%	1.59%	1.36%	1.2%	总股本 (百万股)	45,804	48,994	48,994	48,994	48,994
所得税	0.33%	0.56%	0.36%	0.31%	0.3%	其中: 上市交易股本	6,734	16,183			
ROAA	0.78%	1.07%	1.22%	1.05%	0.9%	近三年扩股增资大事记: 2004年8月,汇丰购买7,775百万股,2004年发行6,734百万股H股					
X(平均总资产/平均净资产)	18.1	17.1	16.0	16.7	17.5	2007年5月发行15.95亿股A股					
ROAE	14.1%	18.2%	19.6%	17.5%	16.4%	最近前三大股东及比例: 财政部 26.48%,汇丰 18.6%					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 27: 招商银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标[△]					
净利息收入	21,509	33,902	47,859	44,009	47,118	每股净利润(元)	0.46	1.04	1.44	1.18	1.40
非利息收入	3,357	7,184	8,587	8,574	9,948	每股拨备前利润(元)	0.94	1.66	2.35	2.08	2.29
经营收入合计	24,866	41,086	56,446	52,583	57,066	每股净资产(元)	3.75	4.62	5.79	6.61	7.71
营业费用	9,518	14,354	18,702	19,091	20,443	P/E	27.0	12.0	8.7	10.6	8.9
拨备前利润	13,775	24,348	34,563	30,589	33,639	P/PPOP	13.3	7.5	5.3	6.0	5.5
当期提取各项准备金	3,691	3,305	7,004	8,132	7,148	P/B	3.33	2.70	2.16	1.89	1.62
税前利润	10,084	21,043	27,558	22,456	26,491	股息派发率(%)	26.0%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	6,794	15,243	21,220	17,404	20,530	股息收益率(%)	1.0%	2.2%	2.9%	2.4%	2.8%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	934,102	1,310,552	1,517,233	1,802,446	2,160,966	NPL 余额 (百万元)	12,006	10,394	9,594	14,351	20,644
贷款余额 (毛额)	565,702	673,167	780,874	907,375	1,052,555	正常	95.9%	96.3%			
其他生息资产	370,289	636,559	728,899	885,428	1,097,186	关注	2.03%	2.13%			
非生息资产	14,393	19,576	30,345	36,049	43,219	次级	0.59%	0.28%			
存款余额	773,757	943,534	1,169,982	1,415,678	1,698,814	可疑	0.90%	0.67%			
付息负债	865,039	1,223,257	1,401,802	1,669,212	2,004,382	损失	0.63%	0.59%			
股东权益	55,160	67,984	85,086	97,185	113,364	NPL/贷款余额(%)	2.12%	1.54%	1.23%	1.58%	1.96%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	1.81%	1.35%			
总资产年增长率	27.2%	40.3%	15.8%	18.8%	19.9%	准备金余额/NPL(%)	145.5%	191.8%	238.5%	184.0%	155.0%
净边际利率 (NIM)	2.57%	3.02%	3.39%	2.67%	2.39%	准备金余额/贷款余额(%)	2.88%	2.79%	2.93%	2.91%	3.04%
净利差(Spread)	2.47%	2.90%	3.27%	2.59%	2.34%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.18%	6.30%	7.60%	5.70%	4.80%	核心资本充足率	9.58%	9.02%	6.74%	7.13%	7.25%
平均债券投资收益率	2.52%	3.12%	3.10%	2.33%	1.50%	资本充足率(CAR)	11.39%	10.67%	11.27%	10.61%	10.29%
平均生息资产生息率	4.07%	4.59%	5.09%	3.69%	3.04%	风险加权资产平均系数	59.0%	53.5%	58.0%	57.5%	57.0%
平均存款付息率	1.48%	1.54%	1.70%	0.93%	0.48%	股东权益/总资产	5.9%	5.2%	5.6%	5.4%	5.2%
平均付息负债付息率	1.60%	1.69%	1.82%	1.10%	0.70%	生息资产/总资产	98.5%	98.5%	98.0%	98.0%	98.0%
非利息收入/经营收入	13.5%	17.5%	15.2%	16.3%	17.4%	贷款/总资产	58.8%	49.9%	50.0%	48.9%	47.2%
营业费用/经营收入	38.3%	34.9%	33.1%	36.3%	35.8%	债券投资/总资产	19.2%	18.6%	17.2%	22.7%	26.9%
提取准备金/贷款平均余额	0.68%	0.49%	0.55%	0.61%	0.73%	贷款/存款(不含贴现)	73.1%	71.3%	66.7%	64.1%	62.0%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	19.8%	19.0%	16.0%	16.2%	16.0%	对公活期存款	33.2%	37.2%			
存款余额	22.0%	21.9%	24.0%	21.0%	20.0%	对公定期存款	26.4%	28.2%			
净利息收入	29.2%	57.6%	41.2%	-8.0%	7.1%	居民储蓄活期存款	19.7%	20.2%			
非利息收入	30.5%	114.0%	19.5%	-0.2%	16.0%	居民储蓄定期存款	20.6%	14.4%			
经营收入合计	29.4%	65.2%	37.4%	-6.8%	8.5%	贷款结构 (占贷款余额%)					
营业费用	20.5%	50.8%	30.3%	2.1%	7.1%	公司贷款	63.6%	66.2%	66.0%	66.0%	66.0%
拨备前利润	36.4%	76.8%	42.0%	-11.5%	10.0%	个人贷款	18.0%	26.0%	26.0%	27.0%	26.0%
税前利润	56.1%	108.7%	31.0%	-18.5%	18.0%	贴现贷款	18.4%	7.8%	8.0%	7.0%	8.0%
净利润	81.2%	124.4%	39.2%	-18.0%	18.0%	其他数据					
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						分支机构数量 (个)	504	579			
净利息收入	2.58%	3.02%	3.38%	2.65%	2.38%	员工数 (人)	23,202	28,971			
非利息收入	0.40%	0.64%	0.61%	0.52%	0.50%	贷款余额市场份额(%)	2.37%	2.42%			
经营收入合计	2.98%	3.66%	3.99%	3.17%	2.88%	存款余额市场份额(%)	2.22%	2.35%			
营业费用	1.14%	1.28%	1.32%	1.15%	1.03%	个人贷款市场份额(%)	4.24%	3.45%			
拨备前利润	1.65%	2.17%	2.44%	1.84%	1.70%	总股本 (百万股)	14,703	14,705	14,707	14,707	14,707
当年提取各项准备金	0.44%	0.29%	0.50%	0.49%	0.36%	其中: 上市交易股本	4,711	7,246			
税前利润	1.21%	1.87%	1.95%	1.35%	1.34%	近三年扩股增资大事记:	2004年发行A股, 发行65亿元可转债和35亿元次级债				
所得税	0.39%	0.52%	0.45%	0.30%	0.30%		2006年1月完成股改, 9月发行H股				
ROAA	0.81%	1.36%	1.50%	1.05%	1.04%	最近前三大股东及比例:	招商局轮船股份 12.34%, 中国远洋运输总公司 6.44%				
X(平均总资产/平均净资产)	20.6	18.2	18.5	18.2	18.8		广州海运(集团)公司 3.84%				
ROAE	16.7%	24.8%	27.7%	19.1%	19.5%						

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 28：中信银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标⁺					
净利息收入	16,473	26,170	35,380	31,923	35,374	每股净利润(元)	0.12	0.21	0.36	0.31	0.35
非利息收入	1,454	1,785	2,620	3,619	4,328	每股拨备前利润(元)	0.28	0.41	0.59	0.52	0.61
经营收入合计	17,927	27,955	38,000	35,542	39,702	每股净资产(元)	1.02	2.15	2.46	2.65	2.89
营业费用	9,259	11,795	14,962	15,227	15,889	P/E	33.5	19.5	11.4	13.3	7.37
提取准备金前利润	8,668	16,160	23,038	20,316	23,813	P/POP	14.9	10.0	7.0	8.0	4.23
当期提取各项准备金	1,666	2,988	4,263	4,384	5,998	P/B	4.07	1.93	1.68	1.57	0.89
税前利润	7,002	13,172	18,684	15,852	17,736	股息派发率(%)	77.8%	25.1%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	3,858	8,322	14,200	12,206	13,656	股息收益率(%)	3.7%	2.1%	3.1%	2.6%	
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	706,723	1,011,186	1,163,675	1,357,647	1,572,824	NPL 余额 (百万元)	11,566	8,492	9,204	14,614	1,500
贷款余额 (毛额)	463,167	575,208	672,993	794,132	929,135	正常	95.1%	96.5%			
其他生息资产	235,705	427,918	480,029	551,756	628,865	关注	2.4%	2.1%			
非生息资产	17,637	17,402	23,274	27,153	34,602	次级	0.4%	0.2%			
存款余额	618,412	787,211	909,229	1,072,890	1,255,281	可疑	1.6%	1.2%			
其他付息负债	48,367	125,002	140,097	162,505	187,200	损失	0.5%	0.1%			
股东权益	31,694	84,091	96,203	103,439	112,823	NPL/贷款余额(%)	2.50%	1.48%	1.37%	1.84%	2.4%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	2.5%	2.0%			
总资产年增长率	18.9%	43.1%	15.1%	16.7%	15.85%	准备金余额/NPL(%)	84.6%	110.0%	137.1%	105.3%	90.0%
净边际利率 (NIM)	2.56%	3.08%	3.28%	2.55%	2.44%	准备金余额/贷款余额(%)	2.1%	1.6%	1.9%	1.9%	2.1%
净利差(Spread)	2.47%	2.93%	3.09%	2.44%	2.37%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.84%	6.27%	6.97%	5.01%	4.35%	核心资本充足率	6.57%	13.14%	12.44%	11.15%	10.61%
平均债券投资收益率	3.33%	3.94%	3.50%	2.52%	1.80%	资本充足率(CAR)	9.41%	15.27%	14.38%	12.65%	12.40%
平均生息资产生息率	4.58%	4.88%	5.20%	3.75%	3.23%	风险加权资产平均系数	66.8%	61.6%	65.0%	65.0%	65.0%
平均存款付息率	1.88%	1.80%	2.03%	1.23%	0.73%	股东权益/总资产	4.5%	8.3%	8.3%	7.6%	7.2%
平均付息负债付息率	2.11%	1.94%	2.11%	1.30%	0.86%	生息资产/总资产	97.5%	98.3%	98.0%	98.0%	97.8%
非利息收入/经营收入	8.1%	6.4%	6.9%	10.2%	10.9%	贷款/总资产	64.2%	56.0%	56.7%	57.4%	57.8%
营业费用/经营收入	51.6%	42.2%	39.4%	42.8%	40.0%	债券投资/总资产	14.8%	15.8%	20.8%	24.8%	25.3%
提取准备金/贷款平均余额	0.36%	0.55%	0.68%	0.60%	0.70%	贷款/存款(不含贴现)	67.5%	68.8%	69.6%	69.6%	69.6%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	25.1%	24.2%	17.0%	18.0%	17.0%	对公活期存款	42.2%	42.9%			
存款余额	16.6%	27.3%	15.5%	18.0%	17.0%	对公定期存款	40.7%	38.4%			
生息资产	18.7%	43.5%	14.9%	16.7%	15.8%	储蓄活期存款	4.2%	8.5%			
净利息收入	30.1%	58.9%	35.2%	-9.8%	10.8%	储蓄定期存款	12.9%	10.2%			
非利息收入	46.1%	22.8%	46.8%	38.1%	19.6%	最近期末前五大行%:					
经营收入合计	31.3%	55.9%	35.9%	-6.5%	11.7%	贷款结构 (占贷款余额%)					
营业费用	30.3%	27.4%	26.9%	1.8%	4.3%	公司贷款	79.7%	80.9%	81.0%	81.0%	
提取准备金前利润	32.3%	86.4%	42.6%	-11.8%	17.2%	个人贷款	10.4%	13.2%	13.0%	13.0%	
净利润	25.1%	115.7%	70.6%	-14.0%	11.9%	贴现贷款	9.9%	5.8%	6.0%	6.0%	
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						最近期末前五大行%:					
净利息收入	2.53%	3.05%	3.25%	2.53%	2.41%	其他数据					
非利息收入	0.22%	0.21%	0.24%	0.29%	0.30%	分支机构数量 (个)	448	485			
经营收入合计	2.76%	3.25%	3.49%	2.82%	2.71%	员工数 (人)	12,575	15,070			
营业费用	1.21%	1.14%	1.15%	1.02%	1.08%	贷款余额市场份额(%)	1.94%	2.07%			
提取准备金前利润	1.33%	1.88%	2.12%	1.61%	1.63%	存款余额市场份额(%)	1.78%	1.96%			
当年提取各项准备金	0.26%	0.35%	0.39%	0.35%	0.41%	个人贷款市场份额(%)	2.01%	1.50%			
税前利润	1.08%	1.53%	1.72%	1.26%	1.21%	总股本 (百万股)	31,113	39,033	39,033	39,033	39,033
所得税	0.48%	0.56%	0.41%	0.29%	0.28%	其中: 上市交易股本		1,785			
ROAA	0.59%	0.97%	1.31%	0.97%	0.93%	近三年扩股增资大事记: 2004年发行了60亿元次级债, 中信集团注资25亿元; 2005年, 中信集团注资86亿元; 2006年发行60亿元次级债, 中信集团注资74亿元。					
X(平均总资产/平均净资产)	23.7	14.8	12.1	12.6	13.6	最近前三大股东及比例: 中信集团 62.33%, 中信国际金融控股15.0%, 西班牙对外银行 4.83%					
ROAE	14.0%	14.4%	15.8%	12.2%	12.63%						

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 29: 浦发银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	17,783	24,180	31,338	30,727	35,323	每股净利润(元)	0.77	1.26	1.84	1.44	1.57
非利息收入	1,147	1,696	2,261	2,373	2,689	每股拨备前利润(元)	2.32	3.33	3.19	2.70	3.16
经营收入合计	18,930	25,876	33,598	33,101	38,012	每股净资产(元)	5.68	6.50	6.49	7.95	9.24
营业费用	7,474	9,539	13,103	13,240	14,825	P/E	16.7	10.2	7.0	9.0	8.2
拨备前利润	10,096	14,484	18,042	17,444	20,413	P/POP	5.6	3.9	4.0	4.8	4.1
当期提取各项准备金	3,951	3,474	4,495	5,392	7,238	P/B	2.27	1.99	1.99	1.62	1.40
税前利润	6,037	10,758	13,547	12,052	13,175	股息派发率	20.8%	36.4%	25.0%	20.0%	20.0%
净利润	3,356	5,499	10,431	9,280	10,144	股息收益率	3.8%	10.8%	10.8%	6.8%	7.4%
资产负债摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	689,358	914,980	1,125,403	1,323,179	1,544,032	NPL 余额 (百万元)	8,440	8,023	8,109	13,860	21,769
贷款余额 (毛额)	460,893	550,988	647,411	763,945	901,455	正常	95.40%	96.71%			
其他生息资产	224,446	355,680	459,680	538,287	620,080	关注	2.77%	1.83%			
非生息资产	16,801	23,643	37,138	43,665	50,953	次级	0.83%	0.54%			
存款余额	596,488	763,473	893,263	1,045,118	1,222,788	可疑	0.66%	0.70%			
其他付息负债	47,033	86,563	141,394	163,150	187,444	损失	0.34%	0.22%			
股东权益	24,720	28,298	36,726	51,399	59,687	NPL/贷款余额(%)	1.83%	1.46%	1.25%	1.81%	2.41%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	1.82%	1.39%			
总资产年增长率	20.2%	32.7%	23.0%	17.6%	16.7%	准备金余额/NPL(%)	151%	191%	232%	164%	131%
净息差 (NIM)	2.83%	3.04%	3.11%	2.55%	2.50%	准备金余额/贷款余额(%)	2.77%	2.78%	2.91%	2.97%	3.16%
净利差 (Spread)	2.73%	2.92%	2.96%	2.44%	2.43%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.60%	6.21%	7.00%	5.43%	4.50%	核心资本充足率	5.44%	5.01%	4.83%	5.99%	5.98%
平均债券投资收益率	2.74%	3.16%	3.35%	3.32%	2.67%	资本充足率(CAR)	9.27%	9.15%	7.90%	8.43%	7.97%
平均生息资产生息率	4.53%	4.83%	5.37%	4.01%	3.41%	风险加权资产平均系数	62.5%	60.2%	62.0%	62.0%	62.0%
平均存款付息率	1.57%	1.69%	2.20%	1.30%	0.64%	股东权益/总资产	3.59%	3.09%	3.26%	3.88%	3.87%
平均付息负债付息率	1.81%	1.91%	2.42%	1.56%	0.98%	生息资产/总资产	97.6%	97.4%	96.7%	96.7%	96.7%
非利息收入/经营收入	6.1%	6.6%	6.7%	7.2%	7.1%	贷款/总资产	66.9%	60.2%	57.5%	57.7%	58.4%
成本收入比	39.5%	36.9%	39.0%	40.0%	39.0%	债券投资/总资产	12.3%	12.6%	13.9%	18.9%	19.6%
提取准备金/贷款平均余额	0.89%	0.69%	0.75%	0.76%	0.87%	贷款/存款(不含贴现)	69.4%	69.5%	68.9%	69.4%	70.0%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	22.2%	19.5%	17.5%	18.0%	18.0%	对公活期存款	41.2%	42.5%			
存款余额	18.2%	28.0%	17.0%	17.0%	17.0%	对公定期存款	27.8%	30.5%			
净利息收入	27.8%	36.0%	29.6%	-1.9%	15.0%	居民储蓄活期存款	5.1%	5.8%			
非利息收入	75.0%	47.9%	33.2%	5.0%	13.3%	居民储蓄定期存款	10.3%	8.7%			
经营收入合计	29.9%	36.7%	29.8%	-1.5%	14.8%	其他存款	15.6%	12.6%			
营业费用	29.8%	27.6%	37.4%	1.0%	12.0%	贷款结构 (占贷款余额%)					
拨备前利润	30.1%	43.5%	24.6%	-3.3%	17.0%	中长期贷款	34.7%	38.6%	38.0%	38.0%	38.0%
税前利润	39.1%	78.2%	25.9%	-11.0%	9.3%	其中: 个人贷款	13.6%	16.4%			
净利润	31.2%	63.9%	89.7%	-11.0%	9.3%	贴现贷款	10.2%	3.6%	5%	5%	5%
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	2.82%	3.01%	3.07%	2.51%	2.46%	分支机构数量 (个)	370	408			
非利息收入	0.18%	0.21%	0.22%	0.19%	0.19%	员工数 (人)	11,786	14,128	450	-	
经营收入合计	3.00%	3.23%	3.29%	2.70%	2.65%	贷款余额市场份额(%)	1.93%	1.98%			
营业费用	1.18%	1.19%	1.28%	1.08%	1.03%	存款余额市场份额(%)	1.71%	1.90%			
拨备前利润	1.60%	1.81%	1.77%	1.42%	1.42%	个人贷款市场份额(%)	2.60%	1.78%			
当年提取各项准备金	0.63%	0.43%	0.44%	0.44%	0.50%	总股本 (百万股)	4,355	4,355	5,661	6,461	6,461
税前利润	0.96%	1.34%	1.33%	0.98%	0.92%	其中: 上市交易股本	5,012	3,538			
所得税	0.42%	0.66%	0.31%	0.23%	0.21%	近三年扩股增资大事记:	2004年6月发行60亿元次级债务;				
ROAA	0.53%	0.69%	1.02%	0.76%	0.71%		2005年6月70亿金融债; 12月20亿次级债;				
X(平均总资产/平均净资产)	31.0	30.3	31.4	27.8	25.8		2006年A股增发, 2007年12月发行60亿次级债。				
ROAE	16.5%	20.7%	32.1%	21.1%	18.3%	最近前三大股东及比例:	上海国际 (23.57%); 上海国际信托 (7.29%); 花旗(3.78%)				

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 30：民生银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	16,168	22,580	28,696	26,755	31,606	每股净利润(元)	0.24	0.34	0.56	0.50	0.57
非利息收入	1,009	2,637	5,896	6,719	6,726	每股拨备前利润(元)	0.47	0.61	0.97	0.89	1.10
经营收入合计	17,176	25,217	34,592	33,474	38,332	每股净资产(元)	1.23	2.67	2.78	3.20	3.69
营业费用	8,326	11,705	13,599	13,969	14,498	P/E	17.8	12.6	7.6	8.4	7.5
拨备前利润	7,460	11,465	18,225	16,827	20,768	P/POP	9.0	7.0	4.4	4.8	3.9
当期提取减值准备金	2,214	2,265	4,491	4,526	6,863	P/B	3.46	1.59	1.53	1.33	1.15
税前利润	5,237	9,212	13,734	12,300	13,904	股息派发率(%)	0.0%	11.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,758	6,335	10,575	9,471	10,706	股息收益率(%)	0.00%	0.90%	2.0%	1.8%	2.0%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	725,087	919,796	1,070,403	1,273,258	1,504,868	NPL 余额 (百万元)	5,893	6,773	8,070	13,886	22,941
贷款余额 (毛额)	472,088	554,959	650,966	768,140	898,724	正常	96.13%	97.40%			
其他生息资产	247,080	352,477	409,143	493,462	595,900	关注	2.62%	1.38%			
非生息资产	12,336	20,023	21,408	25,465	30,097	次级	0.49%	0.41%			
存款余额	583,315	671,219	805,463	966,556	1,150,202	可疑	0.47%	0.49%			
其他付息负债	113,942	184,609	194,480	224,909	259,650	损失	0.29%	0.31%			
股东权益	19,310	50,186	52,263	60,148	69,434	NPL/贷款余额(%)	1.25%	1.22%	1.24%	1.81%	2.55%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	1.33%	1.03%			
总资产年增长率	30.1%	26.9%	16.4%	19.0%	18.2%	准备金余额/NPL(%)	108.9%	113.1%	137.7%	99.5%	86.5%
净息差(NIM)	2.54%	2.78%	2.92%	2.30%	2.29%	准备金余额/贷款余额(%)	1.36%	1.38%	1.71%	1.80%	2.21%
净利差(Spread)	2.49%	2.67%	2.76%	2.22%	2.23%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.41%	6.26%	7.20%	4.78%	4.35%	核心资本充足率*	4.35%	7.40%	6.28%	6.09%	5.96%
平均债券投资收益	2.98%	3.35%	3.50%	2.90%	2.42%	资本充足率*(CAR)	8.12%	10.73%	9.19%	8.85%	8.41%
平均生息资产生息率	4.31%	4.93%	5.54%	3.68%	3.33%	风险加权资产平均系数	58.3%	62.4%	69.0%	69.0%	69.0%
平均存款付息率	1.77%	2.10%	2.57%	1.39%	0.96%	股东权益*/总资产	2.7%	5.5%	4.9%	4.7%	4.6%
平均付息负债付息率	1.82%	2.25%	2.78%	1.45%	1.09%	生息资产/总资产	98.3%	97.8%	98.0%	98.0%	98.0%
非利息收入/经营收入	5.9%	10.5%	17.0%	20.1%	17.5%	贷款/总资产	65.1%	60.3%	60.8%	60.3%	59.7%
营业费用/经营收入	48.5%	46.4%	39.3%	41.7%	37.8%	债券投资/总资产	13.9%	17.0%	13.8%	19.3%	22.2%
提取准备金/贷款平均余额	0.52%	0.44%	0.74%	0.64%	0.82%	贷款/存款(不含贴现)	71.0%	77.5%	71.9%	70.7%	69.5%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	24.9%	17.6%	17.3%	18.0%	17.0%	对公活期存款	36.7%	39.3%			
存款余额	19.3%	15.1%	20.0%	20.0%	19.0%	对公定期存款	46.9%	44.5%			
净利息收入	30.7%	39.7%	27.1%	-6.8%	18.1%	居民储蓄活期存款	5.2%	4.5%			
非利息收入	121.6%	161.4%	123.6%	14.0%	0.1%	居民储蓄定期存款	11.0%	11.5%			
经营收入合计	33.9%	46.8%	37.2%	-3.2%	14.5%	其他存款	0.1%	0.2%			
营业费用	39.0%	40.6%	16.2%	2.7%	3.8%	贷款结构 (占贷款余额%)					
拨备前利润	28.3%	53.7%	59.0%	-7.7%	23.4%	中长期贷款	42.0%	49.1%	45.0%	45.0%	45.0%
税前利润	24.9%	75.9%	49.1%	-10.4%	13.0%	其中：个人贷款	14.5%	17.9%			
净利润	40.6%	68.6%	66.9%	-10.4%	13.0%	贴现贷款	12.3%	6.2%	11.0%	11.0%	11.0%
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	2.52%	2.75%	2.88%	2.28%	2.28%	分支机构数量 (个)	261	327	315	340	-
非利息收入	0.16%	0.32%	0.59%	0.57%	0.48%	员工数 (人)	13,381	17,766	11,697	12,447	-
经营收入合计	2.68%	3.07%	3.48%	2.86%	2.76%	贷款余额市场份额(%)	1.98%	2.00%			
营业费用	1.30%	1.42%	1.37%	1.19%	1.04%	存款余额市场份额(%)	1.68%	1.67%			
拨备前利润	1.16%	1.39%	1.83%	1.44%	1.50%	个人贷款市场份额(%)	2.85%				
当年提取各项准备金	0.35%	0.28%	0.45%	0.39%	0.49%	总股本 (百万股)	15,729	18,823	18,823	18,823	18,823
税前利润	0.82%	1.12%	1.38%	1.05%	1.00%	其中：上市交易股本	6,113	6,113			
所得税	0.23%	0.35%	0.32%	0.24%	0.23%	近三年扩股增资大事记:	2004和2005年分别发行次级债58亿和14亿元				
ROAA	0.59%	0.77%	1.06%	0.81%	0.77%		2006年发行混合债券43亿元; 2007年增发20亿股				
X(平均总资产/平均净资产)	37.0	23.7	19.4	20.8	21.4						
ROAE	21.7%	18.2%	20.6%	16.9%	16.5%	最近前三大股东及比例:	新希望6.21%+5%; 中国人寿 5.19%; 上海健特 5.07%;				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 31: 兴业银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标*					
净利息收入	13,295	20,846	26,666	28,298	30,294	每股净利润(元)	0.95	1.72	2.31	2.26	2.39
非利息收入净值	355	1,158	3,089	3,152	2,896	每股拨备前利润(元)	1.48	2.51	3.54	3.72	3.93
经营收入合计	13,650	22,004	29,754	31,450	33,190	每股净资产(元)	3.24	7.78	9.77	11.46	13.29
营业费用	5,262	8,005	10,313	11,109	11,804	P/E*	15.5	8.6	6.3	6.5	6.1
拨备前利润	7,407	12,527	17,694	18,595	19,632	P/POP*	9.9	5.9	4.2	4.0	3.7
当期提取减值准备金	2,349	1,591	3,404	4,641	4,854	P/B*	4.53	1.89	1.50	1.28	1.11
税前利润	5,046	10,910	14,289	13,954	14,778	股息派发率(%)	34.2%	18.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	3,798	8,586	11,574	11,303	11,970	股息收益率(%)	2.2%	2.2%	3.9%	3.8%	4.1%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	617,460	851,335	998,836	1,173,497	1,381,795	NPL余额(百万元)	4,980	4,583	5,284	9,880	15,322
贷款余额(毛额)	324,377	400,143	478,171	573,805	688,566	正常	96.22%	96.07%			
其他生息资产	288,454	442,571	515,502	595,349	688,915	关注	2.25%	2.79%			
非生息资产	10,905	15,735	14,983	17,602	20,727	次级	0.65%	0.60%			
存款余额	423,197	505,371	596,338	715,605	858,726	可疑	0.74%	0.42%			
其他付息负债	170,671	295,219	334,649	378,315	430,389	损失	0.14%	0.12%			
股东权益*	16,200	38,897	48,871	57,281	66,425	NPL/贷款余额(%)	1.54%	1.15%	1.11%	1.72%	2.23%
主要驱动因素(%)						逾期贷款/贷款余额(%)	1.58%	1.07%			
总资产年增长率	30.0%	37.9%	17.3%	17.5%	17.8%	准备金余额/NPL(%)	126.0%	155.2%	185.8%	134.2%	107.1%
净息差(NIM)	2.45%	2.86%	2.90%	2.62%	2.38%	准备金余额/贷款余额(%)	1.93%	1.78%	2.05%	2.31%	2.38%
净利差(Spread)	2.38%	2.75%	2.77%	2.52%	2.31%	资产负债配置结构(%)					
平均贷款生息率	6.68%	7.78%	7.50%	6.24%	5.26%	核心资本充足率	4.80%	8.83%	8.27%	7.80%	7.82%
平均债券投资收益率	3.22%	4.31%	3.20%	2.98%	2.24%	资本充足率	8.71%	11.73%	10.87%	10.17%	9.83%
平均生息资产生息率	4.60%	5.52%	5.13%	4.02%	3.41%	风险加权资产平均系数	52.8%	47.7%	55.0%	56.0%	56.0%
平均存款付息率	1.59%	1.72%	2.00%	1.26%	0.86%	股东权益*/总资产	2.6%	4.6%	4.9%	4.9%	4.8%
平均付息负债付息率	2.22%	2.78%	2.36%	1.50%	1.10%	生息资产/总资产	98.2%	98.2%	98.5%	98.5%	98.5%
非利息收入/经营收入	2.6%	5.3%	10.4%	10.0%	8.7%	贷款/总资产	52.5%	47.0%	47.9%	48.9%	49.8%
营业费用/经营收入	38.6%	36.4%	34.7%	35.3%	35.6%	债券投资/总资产	21.9%	15.8%	18.6%	21.1%	21.0%
提取准备金/贷款平均余额	0.83%	0.40%	0.78%	0.88%	0.77%	贷款/存款(不含贴现)	75.0%	77.7%	77.8%	77.8%	77.8%
年增长率(%)						存款结构(占存款余额%)					
贷款余额	33.7%	23.4%	19.5%	20.0%	20.0%	对公活期存款	42.5%	47.1%			
存款余额	19.1%	19.4%	18.0%	20.0%	20.0%	对公定期存款	33.4%	30.5%			
净利息收入	42.9%	56.8%	27.9%	6.1%	7.1%	居民储蓄活期存款	4.2%	5.7%			
非利息收入	-17.7%	226.2%	166.8%	2.1%	-8.1%	居民储蓄定期存款	5.1%	5.3%			
经营收入合计	40.2%	61.2%	35.2%	5.7%	5.5%	贷款结构(占贷款余额%)					
营业费用	35.4%	52.1%	28.8%	7.7%	6.3%	公司贷款	77.9%	65.1%	63.0%	63.0%	63.0%
拨备前利润	45.0%	69.1%	41.2%	5.1%	5.6%	个人贷款	19.9%	33.1%	34.0%	34.0%	34.0%
税前利润	42.4%	116.2%	31.0%	-2.3%	5.9%	贴现贷款	2.2%	1.8%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润	54.1%	126.0%	34.8%	-2.3%	5.9%	其他数据					
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						分支机构数量(个)	351	390			
净利息收入	2.43%	2.84%	2.88%	2.61%	2.37%	员工数(人)	9,788	11,851			
非利息收入	0.06%	0.16%	0.33%	0.29%	0.23%	贷款余额市场份额(%)	1.36%	1.44%			
经营收入合计	2.50%	3.00%	3.22%	2.90%	2.60%	存款余额市场份额(%)	1.22%	1.26%			
营业费用	0.96%	1.09%	1.11%	1.02%	0.92%	个人贷款市场份额(%)	1.69%	2.61%			
拨备前利润	1.36%	1.71%	1.91%	1.71%	1.54%	总股本(百万股)	3,999	5,000	5,000	5,000	5,000
当年提取各项准备金	0.44%	0.23%	0.37%	0.43%	0.38%	其中: 上市交易股本	-	3,980	3,980	3,980	3,980
税前利润	0.92%	1.49%	1.54%	1.28%	1.16%	2003年和2004年分别发行次级债30亿元					
所得税	0.23%	0.32%	0.29%	0.24%	0.22%	2005年和2006年分别发行次级债100亿元和50亿元					
ROAA	0.70%	1.17%	1.25%	1.04%	0.94%	2006年9月发行40亿元混合次级债					
X(平均总资产/平均净资产)	37.7	26.7	21.1	20.5	20.7	最近前三大股东及比例: 福建省财政厅 20.40%, 恒生银行 12.78%, GIC 4.00%					
ROAE	26.2%	31.2%	26.4%	21.3%	19.4%						

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 32：深发展银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	7,000	9,606	12,648	13,503	14,571	每股净利润(元)	0.73	1.16	1.31	1.32	1.34
非利息收入	818	1,202	1,489	1,574	1,731	每股拨备前利润(元)	2.07	2.52	2.55	2.67	2.83
经营收入合计	7,818	10,808	14,137	15,078	16,301	每股净资产(元)	3.39	5.67	6.07	7.39	8.52
营业费用	3,237	4,207	5,089	5,579	6,194	P/E	13.3	8.4	7.4	7.3	7.2
拨备前利润	4,027	5,776	7,917	8,293	8,803	P/PPOP	4.7	3.8	3.8	3.6	3.4
当期提取各项准备金	1,986	2,054	2,650	2,988	3,418	P/B	2.85	1.70	1.59	1.31	1.13
税前利润	2,122	3,772	5,266	5,305	5,385	股息派发率(%)	0.0%	5.8%	0.0%	0.0%	15.0%
净利润	1,412	2,650	4,055	4,085	4,146	股息收益率(%)	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	2.1%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	260,761	352,539	439,967	530,512	633,458	NPL 余额 (百万元)	14,565	12,475	10,615	12,788	15,871
贷款余额 (毛额)	182,182	221,814	263,958	316,750	380,100	正常	88.8%	93.5%			
其他生息资产	79,129	128,779	172,904	210,053	249,202	关注	3.17%	0.91%			
非生息资产	6,387	7,970	9,679	11,671	13,936	次级	3.79%	3.32%			
存款余额	232,206	281,277	343,158	415,221	498,265	可疑	3.31%	2.03%			
其他付息负债	17,810	51,497	69,595	82,272	96,684	损失	0.90%	0.27%			
股东权益	6,597	13,006	18,855	22,939	26,473	NPL/贷款余额(%)	7.99%	5.62%	4.02%	4.04%	4.18%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	8.06%	5.55%			
总资产年增长率	17.3%	35.2%	24.8%	20.6%	19.4%	准备金余额/NPL(%)	47.6%	48.3%	61.9%	62.3%	61.6%
净息差 (NIM)	2.89%	3.14%	3.21%	2.80%	2.52%	准备金余额/贷款余额(%)	3.81%	2.72%	2.49%	2.51%	2.57%
净利差 (Spread)	2.65%	3.00%	3.05%	2.69%	2.44%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.82%	7.04%	7.60%	6.26%	5.34%	核心资本充足率	3.68%	5.77%	6.77%	6.90%	6.68%
平均债券投资收益率	2.79%	3.07%	3.00%	2.63%	1.98%	资本充足率(CAR)	3.71%	5.77%	9.03%	8.77%	8.25%
平均生息资产生息率	4.99%	5.90%	6.12%	4.72%	3.95%	风险加权资产平均系数	66.4%	62.4%	62.0%	62.0%	62.0%
平均存款付息率	1.64%	1.97%	2.25%	1.34%	0.91%	股东权益/总资产	2.53%	3.69%	4.29%	4.32%	4.18%
平均付息负债付息率	2.34%	2.90%	3.08%	2.03%	1.51%	生息资产/总资产	97.6%	97.7%	97.8%	97.8%	97.8%
非利息收入/经营收入	10.5%	11.1%	10.5%	10.4%	10.6%	贷款/总资产	69.9%	62.9%	60.0%	59.7%	60.0%
营业费用/经营收入	41.4%	38.9%	36.0%	37.0%	38.0%	债券投资/总资产	13.8%	13.8%	14.7%	19.7%	20.6%
提取准备金/贷款平均余额	1.18%	1.02%	1.09%	1.03%	0.98%	贷款/存款(不含贴现)	71.4%	76.1%	71.5%	70.9%	70.9%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	16.9%	21.8%	19.0%	20.0%	20.0%	短期存款	28.8%	28.8%			
存款余额	15.1%	21.1%	22.0%	21.0%	20.0%	长期存款	25.4%	27.3%			
净利息收入	43.0%	37.2%	31.7%	6.8%	7.9%	短期储蓄存款	6.3%	5.9%			
非利息收入	46.9%	46.9%	23.9%	5.7%	9.9%	长期储蓄存款	9.0%	8.7%			
经营收入合计	43.4%	38.2%	30.8%	6.7%	8.1%	其他存款	30.7%	29.4%			
营业费用	24.7%	30.0%	21.0%	9.6%	11.0%	贷款结构 (占贷款余额%)					
拨备前利润	65.3%	43.4%	37.1%	4.7%	6.1%	中长期贷款	30.2%	35.8%			
税前利润	254.9%	77.8%	39.6%	0.7%	1.5%	其中：个人贷款	21.4%	28.6%			
净利润	354.0%	87.7%	53.0%	0.7%	1.5%	贴现贷款	9.0%	3.5%			
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	2.90%	3.13%	3.19%	2.78%	2.50%	分支机构数量 (个)	243	253			
非利息收入	0.34%	0.39%	0.38%	0.32%	0.30%	员工数 (人)	7,737	7,499			
经营收入合计	3.24%	3.52%	3.57%	3.11%	2.80%	贷款余额市场份额(%)	0.76%	0.80%			
营业费用	1.34%	1.37%	1.28%	1.15%	1.06%	存款余额市场份额(%)	0.67%	0.70%			
拨备前利润	1.67%	1.88%	2.00%	1.71%	1.51%	个人贷款市场份额(%)	1.62%	1.25%			
当年提取各项准备金	0.82%	0.67%	0.67%	0.62%	0.59%	总股本 (百万股)	1,946	2,293	3,105	3,105	3,105
税前利润	0.88%	1.23%	1.33%	1.09%	0.93%	其中：上市交易股本	1,409	1,757			
所得税	0.29%	0.37%	0.31%	0.25%	0.21%	近三年扩股增资大事记：2000年11月A股配股3.94亿股每股8元，募资30.9亿元					
ROAA	0.58%	0.86%	1.02%	0.84%	0.71%	2004年新桥受让老股，成为第一大股东；					
X(平均总资产/平均净资产)	41.5	31.3	24.9	23.2	23.6	2005年10月与GE签订增资认股协定					
ROAE	24.2%	27.0%	25.5%	19.5%	16.8%	最近前三大股东及比例：新桥16.76%；深中电2.88%；海通证券1.49%					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 33: 华夏银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	9,631	13,673	16,894	19,114	21,088	每股净利润(元)	0.35	0.50	0.80	0.84	0.93
非利息收入	430	579	684	857	896	每股拨备前利润(元)	1.19	1.76	1.81	2.10	2.27
经营收入合计	10,061	14,251	17,578	19,970	21,985	每股净资产(元)	2.77	3.11	5.63	6.27	6.99
营业费用	4,304	5,760	7,192	7,980	8,970	P/E	22.7	15.8	9.9	9.4	8.5
提取准备金前利润	5,000	7,399	9,068	10,493	11,366	P/POP	6.6	4.5	4.3	3.8	3.5
当期提取各项准备金	2,429	3,543	3,946	4,836	5,129	P/B	2.84	2.53	1.40	1.26	1.13
税前利润	2,411	3,821	4,922	5,457	6,037	分红比率(%)	31.7%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	1,457	2,101	3,987	4,202	4,648	股息收益率(%)	1.4%	1.4%	2.5%	2.7%	3.0%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	444,940	592,338	703,421	819,241	951,365	NPL余额(百万元)	7,087	6,890	7,334	10,248	14,491
贷款余额(毛额)	259,767	306,078	355,050	415,409	486,028	正常	91.94%	90.77%	91.43%	91.53%	91.52%
其他生息资产	182,972	284,156	347,794	404,354	467,007	关注	5.33%	6.98%	6.50%	6.00%	5.50%
非生息资产	8,165	9,633	10,551	12,289	14,270	次级	1.33%	0.94%	0.92%	1.37%	1.88%
存款余额	371,062	438,782	517,763	608,372	711,795	可疑	1.16%	0.95%	0.95%	0.90%	0.90%
其他付息负债	57,129	131,849	143,452	163,141	185,602	损失	0.24%	0.36%	0.20%	0.20%	0.20%
股东权益	11,643	13,056	28,138	31,343	34,941	NPL/贷款余额(%)	2.73%	2.25%	2.07%	2.47%	2.98%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	2.84%	2.26%			
总资产年增长率	25.0%	33.1%	18.8%	16.5%	16.1%	准备金余额/NPL(%)	84.2%	109.3%	136.0%	125.0%	110.0%
净息差(NIM)	2.42%	2.65%	2.61%	2.51%	2.38%	准备金余额/贷款余额(%)	2.30%	2.46%	2.81%	3.08%	3.28%
净利差(Spread)	2.35%	2.57%	2.48%	2.41%	2.31%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.41%	6.63%	7.20%	6.00%	5.07%	核心资本充足率	4.82%	4.30%	7.55%	7.22%	6.93%
平均债券投资收益率	3.10%	3.23%	3.85%	3.53%	2.86%	资本充足率(CAR)	8.28%	8.27%	10.74%	9.96%	9.29%
平均生息资产生息率	4.41%	4.90%	5.23%	4.14%	3.53%	风险加权资产平均系数	52.1%	49.4%	53.0%	53.0%	53.0%
平均存款付息率	1.76%	1.70%	2.10%	1.30%	0.79%	股东权益/总资产	2.6%	2.2%	4.0%	3.8%	3.7%
平均付息负债付息率	2.06%	2.33%	2.75%	1.73%	1.22%	生息资产/总资产	98.2%	98.4%	98.5%	98.5%	98.5%
非利息收入/经营收入	4.3%	4.1%	3.9%	4.3%	4.1%	贷款/总资产	58.4%	51.7%	50.5%	50.7%	51.1%
营业费用/经营收入	42.8%	40.4%	40.9%	40.0%	40.8%	债券投资/总资产	18.1%	11.8%	16.8%	22.4%	23.2%
提取准备金/贷款平均余额	0.99%	1.25%	1.19%	1.26%	1.14%	贷款/存款(不含贴现)	63.4%	67.5%	65.1%	64.9%	64.9%
年增长率 (%)						存款结构(占存款余额%)					
贷款余额	11.3%	17.8%	16.0%	17.0%	17.0%	对公活期存款	33.7%	39.6%			
存款余额	18.1%	18.3%	18.0%	17.5%	17.0%	对公定期存款	36.6%	34.3%			
净利息收入	32.4%	42.0%	23.6%	13.1%	10.3%	居民储蓄活期存款	4.3%	4.3%			
非利息收入	22.7%	34.7%	18.3%	25.2%	4.7%	居民储蓄定期存款	7.9%	8.0%			
经营收入合计	32.0%	41.7%	23.3%	13.6%	10.1%	贷款结构(占贷款余额%)					
营业费用	23.4%	33.8%	24.9%	11.0%	12.4%	中长期贷款	31.0%	34.5%	35.0%	35.0%	35.0%
拨备前利润	41.6%	48.0%	22.6%	15.7%	8.3%	其中: 个人贷款	10.8%	12.9%	14.0%	15.0%	0.0%
税前利润	21.2%	58.5%	28.8%	10.9%	10.6%	贴现贷款	9.4%	3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	13.9%	44.2%	89.7%	5.4%	10.6%	其他数据					
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						分支机构数量(个)	279	287			
净利息收入	2.41%	2.64%	2.61%	2.51%	2.38%	员工数(人)	8,290	9,390			
非利息收入	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.10%	贷款余额市场份额(%)	1.09%	1.10%			
经营收入合计	2.51%	2.75%	2.71%	2.62%	2.48%	存款余额市场份额(%)	1.07%	1.09%			
营业费用	1.07%	1.11%	1.11%	1.05%	1.01%	个人贷款市场份额(%)	0.73%	0.78%			
提取准备金前利润	1.25%	1.43%	1.40%	1.38%	1.28%	总股本(百万股)	4,200	4,200	4,997	4,997	4,997
当年提取各项准备金	0.61%	0.68%	0.61%	0.64%	0.58%	其中: 上市交易股本	1,560	1,687			
税前利润	0.60%	0.74%	0.76%	0.72%	0.68%	近三年扩股增资大事记:	2004年10转增2股, 发行42.5亿次级债; 2005年德意志入股合作 2006年发行20亿元次级债; 6月完成股权分置改革 2008年3月董事会通过定向增发7.93亿股, 募集资金115.6亿元的议案。				
所得税	0.24%	0.33%	0.14%	0.16%	0.16%	最近前三大股东及比例:	首钢13.98%, 德意志银行13.69%, 国家电网11.94%				
ROAA	0.36%	0.41%	0.62%	0.55%	0.53%						
X(平均总资产/平均净资产)	36.1	42.0	31.5	25.6	26.7						
ROAE	13.1%	17.0%	19.4%	14.1%	14.0%						

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 34：北京银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标*					
净利息收入	5,491	7,200	10,979	11,646	12,138	每股净利润(元)	0.43	0.54	0.89	0.91	0.93
非利息收入	336	441	906	1,016	1,133	每股拨备前利润(元)	0.75	0.84	1.37	1.44	1.48
经营收入合计	5,827	7,641	11,885	12,662	13,271	每股净资产(元)	1.96	4.28	5.05	5.78	6.52
营业费用	2,062	2,401	3,369	3,704	4,084	P/E	20.1	15.9	9.6	9.4	9.2
提取准备金前利润	3,765	5,240	8,516	8,958	9,187	P/POP	11.4	10.1	6.2	5.9	5.8
当期提取各项准备金	703	579	1,406	1,694	1,750	P/B	4.36	1.99	1.69	1.48	1.31
税前利润	3,082	4,629	7,077	7,232	7,404	股息派发率(%)	11.2%	22.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	2,140	3,348	5,520	5,641	5,775	股息收益率(%)	0.5%	1.4%	2.1%	2.1%	2.2%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	272,969	354,223	413,634	507,260	618,798	NPL余额 (百万元)	4,641	3,240	3,279	4,800	6,938
贷款余额 (毛额)	129,577	157,208	191,794	239,742	299,678	正常	93.4%	95.0%			
其他生息资产	141,729	190,838	216,385	261,016	311,180	关注	3.1%	2.9%			
非生息资产	4,839	8,581	10,341	12,681	15,470	次级	0.9%	0.2%			
存款余额	233,090	264,498	310,785	379,157	462,572	可疑	0.7%	0.6%			
其他付息负债	43,657	107,356	65,204	84,516	106,320	损失	1.9%	1.3%			
股东权益	9,840	26,668	31,441	35,977	40,625	减值贷款/贷款余额(%)	3.58%	2.06%	1.71%	2.00%	2.32%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)					
总资产年增长率	17.1%	29.8%	16.8%	22.6%	22.0%	准备金余额/NPL(%)	87%	120%	149%	129%	109%
净边际利率 (NIM)	2.18%	2.33%	2.90%	2.56%	2.18%	准备金余额/贷款余额(%)	3.1%	2.5%	2.5%	2.6%	2.5%
净利差(Spread)	2.10%	2.20%	2.74%	2.48%	2.13%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	5.04%	5.87%	7.20%	5.34%	4.16%	核心资本充足率	8.6%	17.5%	14.7%	13.2%	11.8%
平均债券投资收益	2.60%	2.40%	2.80%	2.33%	1.70%	资本充足率(CAR)	12.8%	20.1%	17.2%	15.2%	13.4%
平均生息资产生息率	3.69%	4.02%	4.81%	3.61%	2.88%	风险加权资产平均系数	41.9%	44.5%	50.0%	52.0%	54.0%
平均存款付息率	1.47%	1.66%	1.85%	1.01%	0.60%	股东权益/总资产	3.6%	7.5%	7.6%	7.1%	6.6%
平均付息负债付息率	1.59%	1.82%	2.07%	1.13%	0.75%	生息资产/总资产	97.9%	97.2%	97.5%	97.5%	97.5%
非利息收入/经营收入	5.8%	5.8%	7.6%	8.0%	8.5%	贷款/总资产	46.0%	43.3%	45.2%	46.0%	47.2%
营业费用/经营收入(除营业税)	29.6%	25.2%	22.6%	24.3%	26.1%	债券投资/总资产	33.4%	34.2%	31.3%	35.0%	35.0%
提取准备金/贷款平均余额	0.37%	0.45%	0.81%	0.79%	0.65%	贷款/存款(不含贴现)	46.3%	58.0%	59.2%	61.3%	62.8%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	15.9%	21.3%	22.0%	25.0%	25.0%	对公活期存款	55.9%	56.6%			
存款余额	17.4%	13.5%	17.5%	22.0%	22.0%	对公定期存款	25.4%	25.5%			
生息资产	17.0%	28.3%	17.3%	22.7%	22.0%	居民储蓄活期存款	5.7%	5.5%			
净利息收入	33.3%	31.1%	52.5%	6.1%	4.2%	居民储蓄定期存款	12.9%	10.6%			
非利息收入	152.4%	31.4%	105.2%	12.1%	11.5%	其他存款					
经营收入合计	37.1%	31.1%	55.5%	6.5%	4.8%	贷款结构 (占贷款余额%)					
营业费用	27.7%	16.4%	40.3%	9.9%	10.3%	公司贷款	74.2%	88.1%			
提取准备金前利润	42.8%	39.2%	62.5%	5.2%	2.6%	贴现贷款	16.7%	2.4%			
净利润	26.9%	56.4%	64.9%	2.2%	2.4%	个人贷款	9.0%	9.4%			
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	2.17%	2.30%	2.86%	2.53%	2.16%	分支机构数量 (个)	124	133			
非利息收入	0.13%	0.14%	0.24%	0.22%	0.20%	员工数 (人)	4,497	4,854			
经营收入合计	2.30%	2.44%	3.10%	2.75%	2.36%	贷款余额本地市场份额(%)	0.54%	0.57%			
营业费用	0.81%	0.77%	0.88%	0.80%	0.73%	存款余额本地市场份额(%)	0.67%	0.66%			
提取准备金前利润	1.49%	1.67%	2.22%	1.95%	1.63%	总股本 (百万股)	5,028	6,228	6,228	6,228	6,228
当年提取各项准备金	0.28%	0.18%	0.37%	0.37%	0.31%	其中：上市交易股本		1,200	3,955		
税前利润	1.22%	1.48%	1.84%	1.57%	1.32%	近三年扩股增资大事记:	2005年5月，中国对外经济贸易信托投资有限公司入股4.7%				
所得税	0.37%	0.41%	0.41%	0.35%	0.29%		2005年10月，ING银行和IFC分别入股19.9%和5.0%				
ROAA	0.85%	1.07%	1.44%	1.23%	1.03%	最近前三大股东及比例:	ING银行 (16.1%)，北京国有资产经营有限责任公司 (10.4%)				
X(平均总资产/平均净资产)	28.6	17.2	13.2	13.7	14.7		北京能源投资(集团)有限公司 (6.0%)				
ROAE	24.2%	18.3%	19.0%	16.7%	15.1%						

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 35: 南京银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	1,352	1,956	2,429	2,958	3,404	每股净利润(元)	0.49	0.50	0.79	0.83	0.85
非利息收入	157	(31)	439	439	352	每股拨备前利润(元)	0.73	0.67	1.08	1.29	1.41
经营收入合计	1,509	1,926	2,868	3,397	3,757	每股净资产(元)	2.17	5.41	5.90	6.42	6.94
营业费用	531	582	732	856	985	P/E	18.3	18.2	11.5	10.8	10.6
拨备前利润	883	1,225	1,979	2,379	2,596	P/PPOP	12.3	13.5	8.4	7.0	6.4
当期提取各项准备金	106	188	279	580	757	P/B	4.14	1.66	1.53	1.40	1.30
税前利润	771	1,063	1,700	1,798	1,838	股息派发率(%)	20.3%	60.6%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润	595	909	1,445	1,529	1,563	股息收益率(%)	1.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.8%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	57,987	76,064	98,363	121,087	145,236	NPL余额(百万元)	630	548	599	1,111	1,978
贷款余额(毛额)	25,505	30,629	38,593	48,241	60,301	正常	88.2%	91.5%			
其他生息资产	31,545	43,451	53,910	65,935	77,050	关注	9.3%	6.7%			
非生息资产	1,612	2,789	6,885	8,476	10,166	次级	0.4%	0.8%			
存款余额	43,858	50,932	62,136	75,806	92,484	可疑	1.4%	0.7%			
其他付息负债	9,058	12,277	18,505	25,017	29,847	损失	0.7%	0.3%			
股东权益	2,624	9,942	10,836	11,787	12,738	减值贷款/贷款余额(%)	2.47%	1.79%	1.55%	2.30%	3.28%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	2.63%	2.06%			
总资产相比年初增长率	19.4%	31.2%	29.3%	23.1%	19.9%	准备金余额/NPL(%)	107.2%	146.9%	171.1%	140.9%	115.39%
净息差(NIM)	2.58%	2.98%	2.92%	2.86%	2.71%	准备金余额/贷款余额(%)	2.65%	2.63%	2.66%	3.24%	3.78%
净利差(Spread)	2.43%	2.70%	2.57%	2.68%	2.58%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	6.21%	7.36%	7.80%	5.89%	5.04%	核心资本充足率	8.4%	27.4%	22.7%	20.1%	18.1%
平均债券投资收益率	3.36%	3.83%	3.60%	3.44%	2.95%	资本充足率(CAR)	11.7%	30.7%	26.2%	22.9%	20.5%
平均生息资产生息率	4.33%	5.19%	5.08%	4.17%	3.70%	风险加权资产平均系数	48.4%	45.5%	46.0%	46.0%	46.0%
平均存款付息率	1.73%	1.83%	2.10%	1.14%	0.64%	股东权益/总资产	4.5%	13.1%	11.0%	9.7%	8.8%
平均付息负债付息率	1.90%	2.49%	2.51%	1.49%	1.12%	生息资产/总资产	97.2%	96.3%	93.0%	93.0%	93.0%
非利息收入/经营收入	10.4%	-1.6%	15.3%	12.9%	9.4%	贷款/总资产	42.8%	39.2%	38.2%	38.5%	39.9%
营业费用/经营收入	35.2%	30.2%	25.5%	25.2%	26.2%	债券投资/总资产	38.5%	36.9%	31.4%	34.9%	34.3%
提取准备金/贷款平均余额	0.42%	0.67%	0.81%	1.34%	1.39%	贷款/存款(不含贴现)	52.1%	56.7%	59.0%	59.8%	61.3%
年增长率 (%)						存款结构(占存款余额%)					
贷款(相比年初)	27.1%	20.1%	26.0%	25.0%	25.0%	对公活期存款	49.3%	53.5%			
存款(相比年初)	22.3%	16.1%	22.0%	22.0%	22.0%	对公定期存款	23.8%	22.9%			
净利息收入	22.2%	44.7%	24.2%	21.8%	20.3%	储蓄活期存款	5.6%	4.6%			
非利息收入	38.7%	-119.4%	-1536.8%	0.0%	15.1%	储蓄定期存款	10.2%	9.2%			
经营收入合计	23.8%	27.6%	49.0%	18.4%	-19.7%	其他存款	11.2%	9.8%			
营业费用	15.4%	9.8%	25.7%	17.0%	10.6%	贷款结构(占贷款余额%)					
拨备前利润	28.9%	38.7%	61.5%	20.2%	15.1%	公司贷款	77.9%	77.5%			
税前利润	55.1%	37.9%	59.8%	5.8%	9.1%	个人贷款	11.8%	16.7%			
净利润	61.9%	53.0%	58.8%	5.8%	2.2%	贴现贷款	10.3%	5.8%			
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	2.54%	2.92%	2.79%	2.70%	2.56%	分支机构数量(个)	63	61			
非利息收入	0.30%	-0.05%	0.50%	0.40%	0.26%	员工数(人)	1,530	1,629			
经营收入合计	2.83%	2.87%	3.29%	3.10%	2.82%	贷款余额市场份额(%)	0.11%	0.11%			
营业费用	1.00%	0.87%	0.84%	0.78%	0.74%	存款余额市场份额(%)	0.13%	0.13%			
拨备前利润	1.66%	1.83%	2.27%	2.17%	1.95%	个人贷款市场份额(%)	0.12%	0.10%			
当年提取各项准备金	0.20%	0.28%	0.32%	0.53%	0.57%	总股本(百万股)	1,207	1,837	1,837	1,837	1,837
税前利润	1.45%	1.59%	1.95%	1.64%	1.38%	其中:上市交易股本		630			
所得税	0.33%	0.23%	0.29%	0.25%	0.21%	近三年扩股增资大事记:	巴黎银行于2005年受让IFC及其他股东共计约2.32亿股				
ROAA	1.12%	1.36%	1.66%	1.39%	1.17%	最近前三大股东及比例:	南京市国有资产管理控股(集团)				
X(平均总资产/平均净资产)	22.5	10.7	8.4	9.7	10.9		有限责任公司 13.35%; 巴黎银行 12.61%				
ROAE	25.2%	14.5%	13.9%	13.5%	12.7%		南京新港高科技股份有限公司 11.17%				

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 36：宁波银行盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	1,483	2,062	2,780	3,152	3,795	每股净利润(元)	0.31	0.38	0.55	0.49	0.52
非利息收入	118	182	404	403	444	每股拨备前利润(元)	0.44	0.51	0.72	0.80	0.99
经营收入合计	1,601	2,244	3,184	3,555	4,239	每股净资产(元)	1.56	3.21	3.56	3.86	4.21
营业费用	602	818	1,170	1,340	1,534	P/E	23.7	19.2	13.2	14.8	14.0
拨备前利润	898	1,282	1,797	2,002	2,468	P/PPOP	16.7	14.2	10.2	9.1	7.4
当期提取各项准备金	60	99	228	554	936	P/B	4.68	2.27	2.05	1.89	1.73
税前利润	814	1,185	1,569	1,448	1,533	股息派发率(%)	32.7%	52.6%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	632	951	1,381	1,231	1,303	股息收益率(%)	1.4%	2.7%	2.6%	2.4%	2.5%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	56,546	75,511	99,231	122,229	150,900	NPL 余额 (百万元)	92	130	376	1,129	2,223
贷款余额 (毛额)	28,135	36,502	48,183	62,638	81,430	正常	91.6%	93.7%			
其他生息资产	26,023	36,252	47,078	54,701	63,434	关注	8.1%	6.0%			
非生息资产	2,761	3,225	3,969	4,889	6,036	次级	0.08%	0.13%			
存款余额	46,191	55,514	72,168	90,210	112,763	可疑	0.03%	0.04%			
其他付息负债	5,139	9,381	14,885	18,334	22,635	损失	0.22%	0.19%			
股东权益	3,196	8,022	8,903	9,650	10,522	减值贷款/贷款余额(%)	0.33%	0.36%	0.78%	1.80%	2.73%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	0.32%	0.34%			
总资产年增长率	33.3%	33.5%	31.4%	23.2%	23.5%	准备金余额/NPL(%)	405%	360%	180%	107%	96%
净边际利率 (NIM)	3.11%	3.25%	3.31%	2.96%	2.89%	准备金余额/贷款余额(%)	1.32%	1.28%	1.40%	1.93%	2.61%
净利差(Spread)	3.03%	3.10%	3.05%	2.84%	2.81%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	6.97%	7.14%	8.30%	6.59%	5.74%	核心资本充足率	9.7%	19.0%	14.4%	12.6%	10.9%
平均债券投资收益率	2.76%	3.18%	3.70%	3.33%	2.80%	资本充足率(CAR)	11.5%	21.0%	15.7%	13.7%	11.8%
平均生息资产生息率	4.66%	4.92%	5.78%	4.44%	4.01%	风险加权资产平均系数	0.0%	0.0%	59.0%	60.0%	61.0%
平均存款付息率	1.49%	1.61%	2.20%	1.32%	0.84%	股东权益/总资产	5.7%	10.6%	9.0%	7.9%	7.0%
平均付息负债付息率	1.63%	1.82%	2.73%	1.61%	1.20%	生息资产/总资产	95.1%	95.7%	95.3%	95.0%	94.6%
非利息收入/经营收入	7.4%	8.1%	12.7%	11.3%	10.5%	贷款/总资产	49.1%	47.7%	47.9%	50.3%	52.6%
营业费用/经营收入	37.6%	36.5%	36.8%	37.7%	36.2%	债券投资/总资产	25.1%	22.8%	20.9%	22.8%	21.1%
提取准备金/贷款平均余额	0.28%	0.31%	0.54%	1.00%	1.30%	贷款/存款(不含贴现)	57.8%	64.0%	63.4%	66.7%	68.6%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	43.5%	29.7%	32.0%	30.0%	30.0%	对公活期存款	51.1%	49.6%			
存款余额	23.1%	20.2%	30.0%	25.0%	25.0%	对公定期存款	17.1%	22.5%			
净利息收入	27.3%	39.0%	34.8%	13.4%	20.4%	储蓄活期存款	8.2%	7.7%			
非利息收入	79.8%	54.6%	121.9%	-0.1%	10.1%	储蓄定期存款	11.8%	10.7%			
经营收入合计	30.1%	40.2%	41.9%	11.7%	19.2%	其他存款	11.7%	9.5%			
营业费用	29.1%	36.0%	43.0%	14.5%	14.4%	贷款结构 (占贷款余额%)					
拨备前利润	30.3%	42.7%	40.2%	11.4%	23.3%	公司贷款	66.0%	63.7%			
税前利润	24.4%	45.5%	32.4%	-7.7%	5.9%	个人贷款	28.9%	33.6%			
净利润	33.9%	50.5%	45.2%	-10.9%	5.9%	贴现贷款	5.1%	2.7%			
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	3.0%	3.1%	3.2%	2.8%	2.8%	分支机构数量 (个)	68	72			
非利息收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	员工数 (人)	1,393	1,492			
经营收入合计	3.2%	3.4%	3.6%	3.2%	3.1%	贷款余额市场份额(%)	0.12%	0.13%			
营业费用	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%	存款余额市场份额(%)	0.13%	0.14%			
拨备前利润	1.8%	1.9%	2.1%	1.8%	1.8%	个人贷款市场份额(%)	0.06%	0.02%			
当年提取各项准备金	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	总股本 (百万股)	2,050	2,500	2,500	2,500	2,500
税前利润	1.6%	1.8%	1.8%	1.3%	1.1%	其中：上市交易股本		450			
所得税	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	近三年扩股增资大事记：	2006 年华侨银行以 5.7 亿元人民币收购了宁波银行 2.5 亿股，2007 年 7 月 A 股上市				
ROAA	1.3%	1.4%	1.6%	1.1%	1.0%	最近前三大股东及比例：	宁波市财政局 (10.8%)，华侨银行 (10.0%)，宁波杉杉 (7.2%)				
X(平均总资产/平均净资产)	18.4	11.8	10.3	11.9	13.5						
ROAE	23.5%	17.0%	16.3%	13.3%	12.9%						

资料来源：公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
凯德大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。