

李珊珊
010-88087417
liss@cmschina.com.cn

2008年12月

探寻银行股最佳投资时机

银行业2009年度投资策略

金融

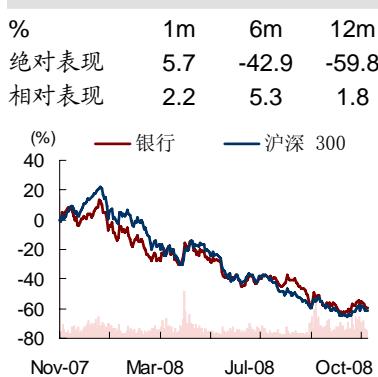
银行

推荐（维持）

行业规模

	占比%	
股票家数（只）	14	1.0
总市值（亿元）	33387	25.3
流通市值（亿元）	5920	14.2
重点公司市值（亿元）	29827	22.6

行业指数



相关报告

反周期的财政货币政策有望稳定信贷增速，利差是09年盈利最明确的制约因素，不良贷款步入释放期，但相对高的ROE稳定估值底线，最佳投资时机仍需等待。

- **反周期政策有望稳定名义信贷增速，利差是09年盈利最显著的制约因素。**我们判断，不同于90年代末，本次反周期的财政和货币政策有望稳定名义信贷增速。本轮降息周期中净利差降到显著低于加息前水平的可能性较小，但急速降息可能使利差在09年迅速回到接近最低点，从而构成盈利最显著的制约因素。预计上市银行09年净利差相对08年上半年平均下降40个基点以上。
- **资产质量风险步入逐步释放期。**根据我国银行业历史经验，不良贷款从投放到暴露的平均滞后时间为大概2年时间，不良贷款多数是在经济高速增长或贷款高增长期投放的。我们判断不良贷款反弹有可能在09年上半年开始体现得较为明显。由于本轮经济调整的广度和深度均超过04年，我们判断，银行不良率上升幅度可能高于04年，持续时间也可能更长，但相对有利的方面也很明显，大幅反弹的可能性较小。我们假设上市银行09年不良率上升幅度主要分布在0.2%-0.5%之间，信贷成本取决于不良上升幅度和拨备的释放程度。
- **高ROE稳定估值底线。**国际银行股估值比较表明，20%以上的ROE导致PB<1的概率要低很多。而根据我们的盈利预测，09年上市银行ROE基本上在15%-20%左右的区间，仍属较高。此外，中国银行业资产主要是贷款和债券投资，净资产的稳定性较强。所以我们认为股价跌破净资产的可能性比较小。较高的ROE根本原因在于社会资本稀缺阶段的银行业特许权价值和利差保护。
- **分析关键从估值转向趋势判断，维持行业推荐评级。**美林投资钟和银行股经济周期中的表现表明，银行股在经济复苏期跑赢大盘，在过热时期先行于大势调整，对中国投资钟的分析表明和国际基本一致。经济调整中信贷增长的调整先行于银行股，而通常在不良率开始出现反弹时银行股见底。结合这些历史经验，中国银行股的最佳投资机会需要等待，但估值接近底线。维持行业推荐评级。就个股来说，我们认为要综合考虑估值的偏离程度，盈利的确定性和弱化周期约束的模式优势。相对看好招行、民生，北京银行和工行。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
招商银行	13.1	1.04	1.64	1.61	8.0	8.1	2.0	强烈推荐-A
民生银行	4.3	0.44	0.56	0.55	7.6	7.7	1.3	强烈推荐-A
北京银行	9.1	0.54	0.90	0.96	10.1	9.5	1.8	审慎推荐-A
工商银行	3.8	0.24	0.34	0.36	11.1	10.7	2.1	审慎推荐-A
建设银行	4.2	0.30	0.46	0.47	9.1	9.0	1.9	审慎推荐-A
华夏银行	8.1	0.50	0.78	0.82	10.3	9.8	1.4	审慎推荐-B
浦发银行	14.0	1.26	2.33	1.87	6.0	7.5	1.5	审慎推荐-A
兴业银行	16.2	1.72	2.41	2.35	6.7	6.9	1.6	审慎推荐-A
深发展	10.2	1.16	1.79	1.82	5.7	5.6	1.3	审慎推荐-A
中国银行	3.2	0.22	0.29	0.31	10.7	10.3	1.6	审慎推荐-A

资料来源：招商证券，股价取自2008年12月3日

正文目录

一、规模扩张为明年盈利主要驱动力	4
1、反周期财政和货币政策有望稳定名义信贷增速	4
1) 我们预计 09 年名义贷款增速有望稳定	4
2) 商业银行贷款行业分布变化预测	6
2、净利差是 09 年盈利最明确的制约因素	7
3、中国银行业不良贷款形成的时间规律	9
1) 历史规律	9
2) 04 年不良贷款形成的时间特点	9
3) 09 年上半年资产质量风险可能开始体现得较明显	10
4) 拨备较高的银行可能通过释放拨备以丰补歉	12
4、09 年中间业务缺乏新的增长点	14
二、估值与国际比较趋势分析	15
1、从 ROE 看银行股估值底线	15
2、信贷增长先行于银行指数而不良率稍滞后	16
3、银行股在经济周期中表现的国际比较分析	19
1) 美林投资钟	19
2) 经济周期中银行股的表现	20
4、中国银行股的投资钟	21
三、维持银行业推荐评级	22
1、分析关键从估值转向趋势判断	22
2、经济下行中银行股的选股思路	23

图表目录

图 1: 1990-1H2008 中国货币信贷增长情况	4
图 2: 各行业 ROE 整体好于 90 年代末	5
图 3: 目前我国的真实利率低于 90 年代末	5
图 4: 人民币存贷比远低于 90 年代末	5
图 5: 2006-2008 年以来信贷理财类产品募集资金	5
图 6: 2003 年-2008 前 3 季度美国金融机构净息差变化	8
图 7: Shibor 利率直线跌至低于 07 年初的水平	8
图 8: 2008.6-2008.10 票据市场利率持续下跌	8
图 9: 不良率反弹相对信贷投放高峰滞后大约 2 年	11
图 10: 1999.2-2008.8 工业企业利息覆盖倍数	11
图 11: 1999.2-2008.8 采矿业利息覆盖倍数	11
图 12: 1999.2-2008.8 制造业利息覆盖倍数	12
图 13: 1999.2-2008.8 电力热力行业利息覆盖倍数	12
图 14: 1998-1999 年香港银行业信货成本大幅上升	12
图 15: 1H2007-1H2008 美洲银行拨备覆盖率大幅下降	13
图 16: 2007 年以来美洲银行信货成本持续上升	13
图 17: 1998 年恒生银行拨备覆盖率大幅下降	13
图 18: 1998 年汇丰银行拨备覆盖率明显下降	13
图 19: 2006-2009E 上市银行信货成本及预计	14
图 20: 2005-1H2008 上市银行拨备充足率	14
图 21: 2007-1H2008 上市银行不良贷款率	14
图 22: 国际上市银行 ROE 和 PB 估值分布区间	15
图 23: 2008-2009 年上市银行平均 ROE 预测	16
图 24: 4Q1989-2Q2008 美国银行业不良率和行业指数走势比较	16
图 25: 4Q1989-2Q2008 美国银行业贷款增长与行业指数走势比较	17
图 26: 1Q1997-2Q2008 香港银行业不良率和行业指数走势比较	17
图 27: 4Q1989-2Q2008 香港银行业不良率和行业指数走势比较	18
图 28: 2Q1999-2Q2008 韩国银行指数和不良率走势比较	18
图 29: 2Q1986-2Q2008 英国银行指数和贷款增长走势比较	18
图 30: 1989.10-2008.11 标普银行指数相对大盘走势	20
图 31: 1986.1-2008.11 英国银行指数相对大盘走势	20
图 32: 1984.3-2008.11 日本银行指数相对大盘走势	21
图 33: 1985.2-2008.11 韩国 KOSPI 银行指数相对大盘走势	21
图 34: 2005.1-2008.12 中国银行股相对大盘走势	22
图 35: 营业税率下调 1 个百分点将提高上市银行盈利 3 个百分点左右	23
表 1: 08-09 年货币信贷增长预测	6
表 2: 商业银行贷款行业分布变化预测	6
表 3: 2005-2010E 上市银行净利差及预测	7
表 4: 江苏省样本企业分析不良贷款形成规律	9
表 5: 2001 年以来上市银行不良贷款率	10
表 6: 2003 年以来主要上市银行逾期贷款占比	11
表 7: 2001 年以来上市公司财务费用压力状况	11
表 8: 美国各大行业在周期中相对市场回报	19
表 9: 中国银行股的投资钟	21
表 10: 2008-2009E 上市银行盈利增速及 09 年半年度盈利预测	24
表 11: 估值对比表	24

一、规模扩张为明年盈利主要驱动力

1、反周期财政和货币政策有望稳定名义信贷增速

1) 我们预计 09 年名义贷款增速有望稳定

1998-1999 年中国政府也曾试图通过适度宽松的反周期货币政策熨平经济波动，包括连续四次降息，两次下调存款准备金率，投放基础货币等，但并未带来贷款增速的提高。即使剔除掉不良贷款剥离核销因素，1999 年贷款增长仍出现显著下滑。

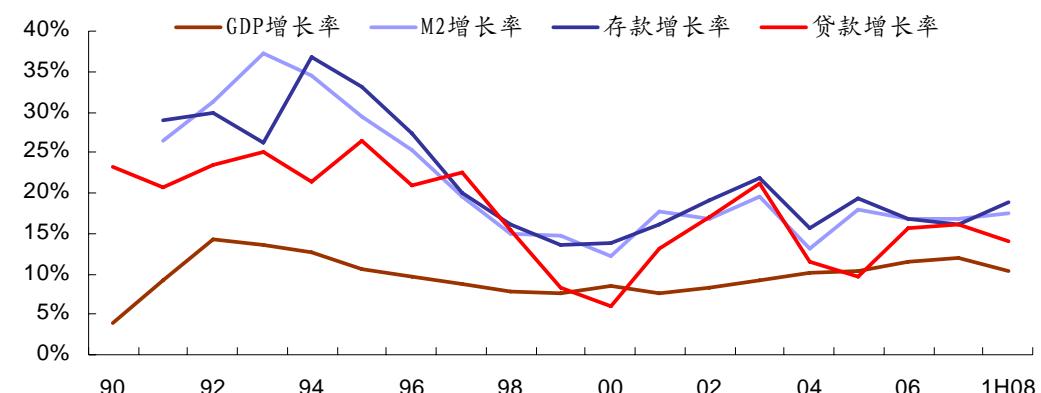
与 90 年代末相比，本次经济调整中外围经济调整更加广泛深刻，对中国出口和相关投资影响很大，但就刺激信贷增长问题来看，有利之处更多，中国 08 年中期以来开始的反周期的货币和财政政策有望稳定经济下行中的名义信贷增速。

- 一、本次国家财政和货币刺激政策力度尤其之大，根据历史经验，投资配套贷款占投资比重近 30%，如果未来两年内完成 4 万亿投资，每年有望拉动信贷 5000-6000 亿；
- 二、企业盈利能力整体上好于 90 年代末，对货币政策的敏感度提高，同时真实利率小于 90 年代末，使银行惜贷程度可能小于 90 年代末；
- 三、本轮调整中银行的流动性和资本实力，资产负债和盈利基础大大好于 90 年代末，存贷比较低，贷款利率市场化程度更高（04 年 1 月 1 日，人民银行将商业银行、城市信用社贷款利率浮动区间扩大到[0.9, 1.7]），商业银行风险定价能力提高，有能力通过利率工具覆盖一部分风险；
- 四、09 年银行外汇占款增速趋缓，外汇占款对信贷的“挤出效应”减小，货币供应量中贷款的重要性提高。

基于这几点原因，特别是由于近期刺激政策力度很大，我们略上调了前期对明年信贷增速的预测，预计 09 年名义贷款增速有望稳定在 14% 左右的水平。

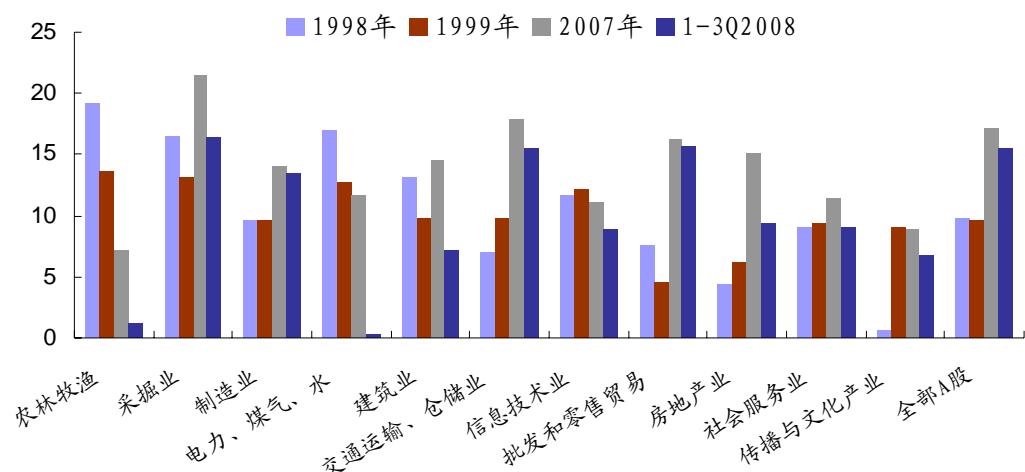
但 08 年贷款增速严格受控，变相融资和民间借贷增长迅猛，我们初步统计，08 年以来仅信贷类理财产品募集资金规模已达到 1000 多亿，所以 08 年实际贷款可能显著高于名义贷款，所以即使 09 年名义贷款增速稳定，实际增速已有下降。

图1：1990-1H2008中国货币信贷增长情况



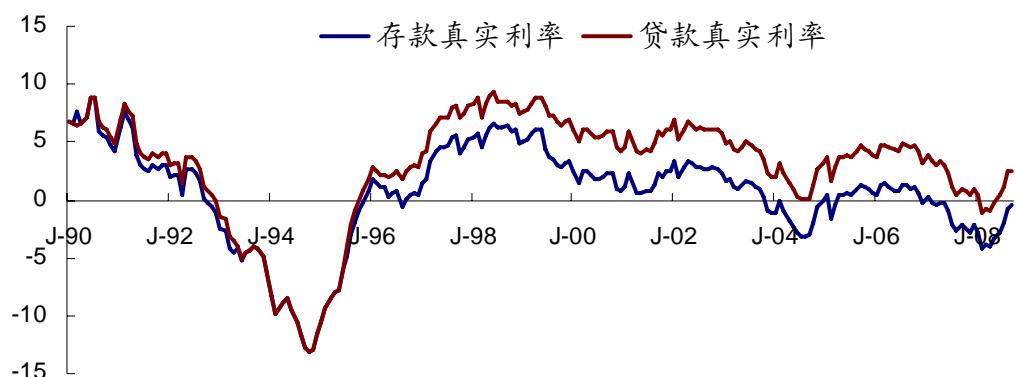
数据来源：中国人民银行 招商证券研发中心

图2：各行业ROE整体好于90年代末



数据来源: Wind 资讯 招商证券研发中心

图3：目前我国的真实利率低于90年代末



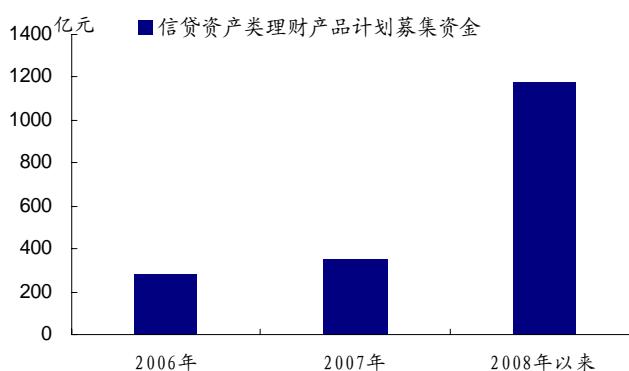
数据来源: 国家统计局 招商证券研发中心

图4：人民币存贷比远低于90年代末



资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图5：2006-2008年以来信贷理财类产品募集资金



资料来源: Wind 资讯, 招商证券研发中心

表 1：08-09 年货币信贷增长预测

	2006.12	2007.12	2008.9	2008.12E	2009.12E
M3 (万亿)	32.43	39.01	45.90	46.59	53.12
同比增速 (%)	21.95	20.30	19.32	19.43	14.01
人民币贷款 (万亿)	22.53	26.17	29.65	30.08	34.25
同比增速(%)	15.07	16.16	14.48	14.94	13.85
考虑信贷类理财产品后同比增速				15.40	
人民币贷款较年初增加(万亿)	3.18	3.64	3.48	3.91	4.17
外汇占款 (万亿)	9.90	12.84	16.25	16.51	18.87
同比增速(%)	39.00	29.72	29.25	28.58	14.29
名义 GDP 增速(%)	15.67	17.70	19.27	17.40	9.50

资料来源：招商证券研发中心

2) 商业银行贷款行业分布变化预测

贷款结构上可能会有调整，对公业务上，预计商业银行对房地产、出口型等行业贷款将继续保持谨慎态度，同时加大公用事业、基建贷款等行业的投放力度，在控制风险的前提下适度加大中小企业贷款的投放。住房按揭市场的持续低迷的情况下，商业银行可能加大个人消费和经营性信贷的力度。

从各家银行看，初步判断国有商业银行和部分有政府背景的中小银行，如浦发、中信，在获取政府重大项目贷款上具有优势，中小银行可能主要参与一些配套贷款和银团贷款。

表 2：商业银行贷款行业分布变化预测

预计 08-09 年占比可能的趋势	2009E	2008E	2007 年	2006 年	2005 年
农林牧渔业	稳定	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%
采矿业	稳定	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%
制造业	稳中趋降	24.7%	24.9%	25.1%	25.0%
电力、燃气及水的生产和供应	上升	9.0%	8.7%	8.6%	8.7%
建筑业	稳中趋降	3.1%	3.2%	3.3%	3.1%
交通运输、仓储和邮政业	上升	10.5%	9.6%	9.1%	9.4%
信息传输、计算机服务和软件业	稳中趋降	1.0%	1.1%	1.2%	1.5%
批发和零售业	稳定	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
住宿和餐饮业	稳定	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
金融业	稳定	1.2%	1.2%	1.2%	1.8%
房地产业	下降	8.5%	8.8%	9.0%	8.4%
租赁和商务服务业	稳定	3.8%	3.8%	3.7%	3.9%
其他公司贷款	稳中趋降	8.4%	8.7%	8.5%	9.9%
个人贷款	下降	18.0%	18.2%	18.6%	16.3%
合计		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：银监会年报 招商证券研发中心

2、净利差是 09 年盈利最明确的制约因素

我们认为净利差降到明显低于加息前的水平的可能性较小，但急速的降息可能使净利差在 09 年迅速回到接近最低点，从而构成盈利最明确的制约因素。

首先：我们测算一下目前国内银行可以承受的利差底线。如果假设 6% 的贷款利率，5% 的营业税率，0.7% 的信贷成本，另外营业费用率要占到存款的 1% 以上，这样算下来， $6\% * 5\% + 0.7\% + 1\% = 2\%$ ，也就是说当前至少 2% 以上的利差才能使国内银行的存贷业务达到盈亏平衡点。从上市银行看，我们本轮加息前 05 年平均净利差是接近 2.4%，发达国家的平均利差大概是 2% 左右。我们的利差和发达国家比较高，但和发展中国家比是属于比较低的。

第二：中国银行业目前高度依赖存贷利差，高度消耗资本的扩张模式短期内难以改变，这就要求银行每年必须保持比较稳定的内部盈利积累补充资本金，否则将面临更加频繁的再融资需求，而且当前时期银行系统稳定的意义尤为重要。所以从最近几次降息看，国家还是充分考虑了银行的利益，虽然利差将持续收窄，但我们基本可以 04-05 年银行的利差作为判断本轮利差底线的基础。

第三：从降息对利差的静态影响看，08 年以来累计 4 次降息，存贷款基准利率累计分别下降了 162 和 189 个基点，由于活期存款利率下调 36 个基点，对上市银行的影响实际上好于预期，预计对净利差的静态影响累计 20-40 个基点之间。未来仍有较大的下调空间，我们按照活期存款不降，存贷款同步降息 108 个基点的方式，静态利差仍有约 20 个基点的下降空间。但由于存款相对贷款定价的滞后效应，09 年的利差所受冲击较大，不同于加息周期利差逐年上升，降息对净利差的影响可能主要体现在 09 年。

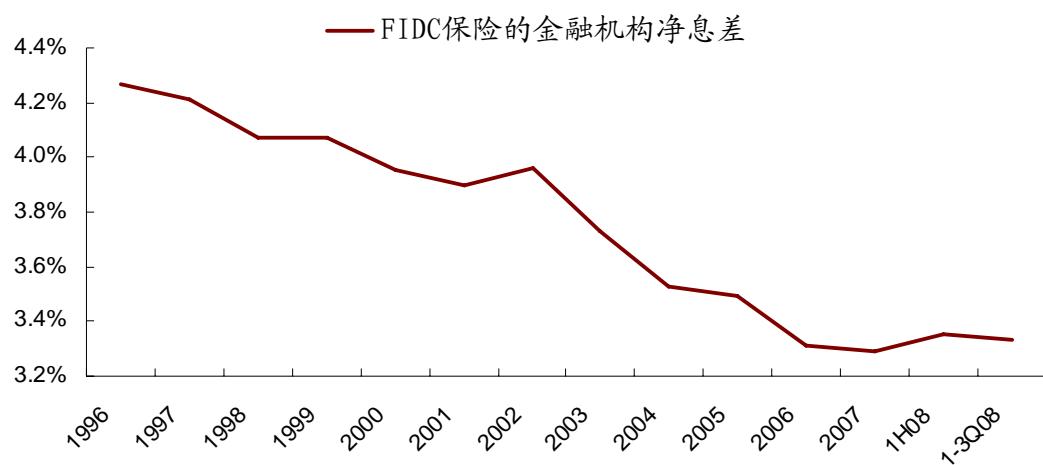
此外，票据市场，同业市场，债券市场利率的快速下行都将对银行的利差造成较大影响。8-10 月份票据市场正回购利率迅速下降 60 个基点，11 月-12 月初，1 年期 Shibor 利率直线下降 128 个基点。我们预计上市银行 09 年净利差相对 08 年上半年平均下降 40 个基点以上。

表 3：2005-2010E 上市银行净利差及预测

	建行	工行	中行	交行	招行	兴业	浦发	民生	深发	中信	华夏	北京	宁波	南京
2005	2.72%	2.27%	2.21%	2.64%	2.50%	2.32%	2.48%	2.43%	1.85%	2.29%	1.64%	1.99%	3.26%	2.56%
2006	2.73%	2.41%	2.28%	2.55%	2.55%	2.43%	2.74%	2.49%	2.71%	2.47%	1.85%	2.23%	2.94%	2.54%
2007	3.07%	2.60%	2.59%	2.79%	2.95%	2.61%	3.03%	2.65%	3.10%	2.85%	2.21%	2.30%	3.12%	2.58%
1H08	3.16%	2.81%	2.57%	3.06%	3.45%	2.87%	3.05%	2.84%	3.04%	3.27%	2.21%	2.81%	3.24%	2.82%
08E	3.07%	2.72%	2.50%	2.88%	3.23%	2.76%	3.03%	2.90%	2.88%	3.22%	2.11%	2.77%	3.21%	2.64%
09E	2.76%	2.42%	2.31%	2.59%	2.72%	2.45%	2.67%	2.59%	2.49%	2.60%	1.82%	2.53%	2.99%	2.46%
10E	2.67%	2.35%	2.20%	2.50%	2.53%	2.32%	2.50%	2.50%	2.42%	2.46%	1.72%	2.44%	2.91%	2.40%

资料来源：各公司报表 招商证券研发中心

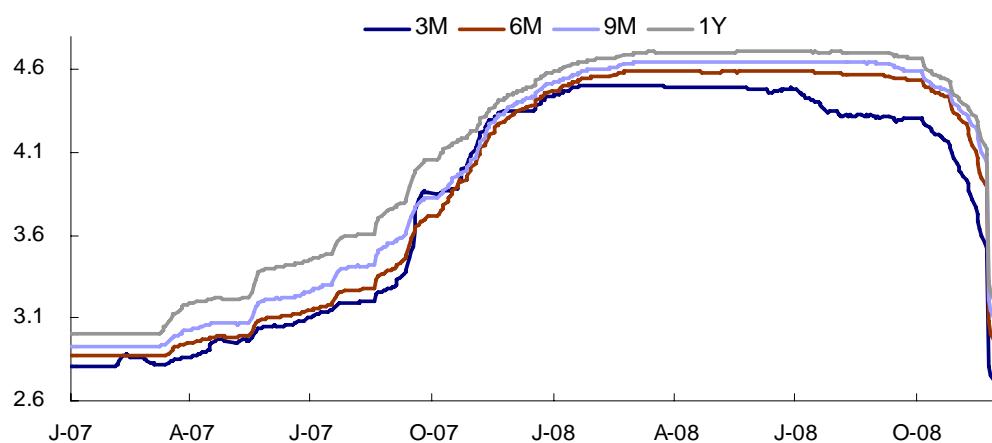
图6：2003年-2008前3季度美国金融机构净息差变化



数据来源：FDIC Quarterly Banking Profile, 招商证券研发中心

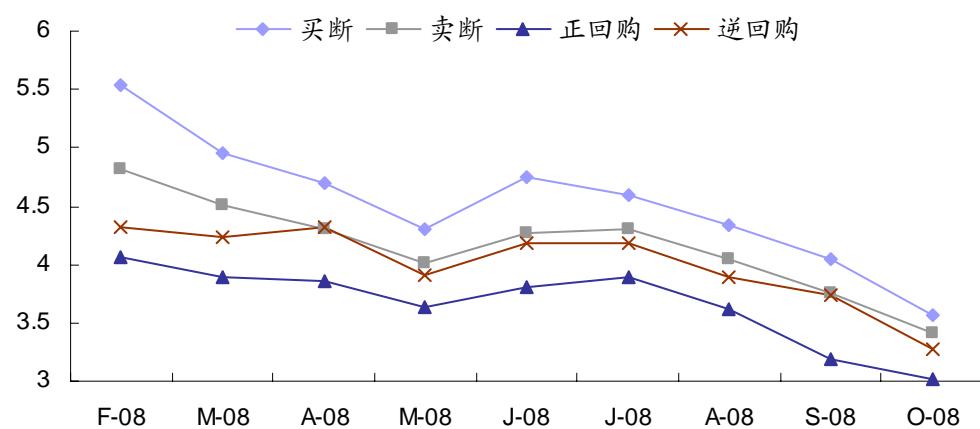
FDIC 没有提供美国净利差的数据，由于美国商业银行生息资产资金源于股东权益的比重更高，净息差明显高于净利差。

图7：Shibor利率直线跌至低于07年初的水平



数据来源：Wind 资讯, 招商证券研发中心

图8：2008.6-2008.10票据市场利率持续下跌



数据来源：中国票据网, 招商证券研发中心

3、中国银行业不良贷款形成的时间规律

1) 历史规律

周忠明 2005 年曾做过研究，调查研究了江苏省 379 户样本企业 1990-2003 年的数据（以 2003 年末江苏省不良贷款的行业分布值对调查样本进行控制，以保证样本具有一定代表性）。

研究表明，不良贷款的形成时间有两个特点，一是在不良贷款余额中，有 71.1% 是在经济高速增长期或贷款高增长期投放的，如 1991-1993 年，1995-1996 年。二是不良贷款从贷款投放到不良暴露的平均滞后时间为 2 年多一点。

表 4：江苏省样本企业分析不良贷款形成规律

	贷款达到 最高额时的 户均余额 万元	不良贷款达到 最高额时的 户均余额 万元	平均单笔 不良贷款额 万元	发生笔数 笔	不良贷款总额 万元	单笔不良贷款 从投放到 不良暴露的 平均滞后天数 天
1990			624.9	4	2499.7	607
1991	444.1	1.2	757.7	3	2273.0	243
1992	623.4	40.4	11.6	7	81.3	385
1993	1212.2	498.1	120.7	20	2413.4	275
1994	514.2	224.6	222.7	33	8684.9	572
1995	532.4	135.1	119.0	36	4285.1	533
1996	1373.2	292.1	166.6	68	14692.5	412
1997	1552.6	1084.9	178.6	83	14819.7	839
1998	2257.6	1203.1	276.7	136	37654.3	510
1999	1836.2	1202.5	257.0	144	37005.1	1218
2000	1956.8	1675.1	396.2	129	51113.7	1252
2001	3007.2	2834.7	399.9	64	12794.7	1458
2002	4077.5	4073.1	712.8	26	18531.8	1260
2003	1947.4	2315.4	610.9	27	16493.8	1620
总平均						799

资料来源：《银行业监管》，2005 年第 6 期，“不良贷款与经济增长关系分析” 招商证券研发中心

2) 04 年不良贷款形成的时间特点

02-03 年经历了一波信贷高速扩张的周期，2004 年 3 月政府工作报告提出经济过热，04 年 3 月到 05 年 3 月，连续通过提高存款准备金率，提高存贷款利率，提高房地产开发固定资产投资资本金比例等方式遏制经济过热。银行的不良率上升在 04 年上半年就已经开始体现。从上市银行的资产质量表现来看，当时的五家上市银行，招行、民生、浦发和华夏的不良率在 04 年年底均有上升，相对宏观调控开始时间滞后 3 个季度，相对 02-03 年的信贷投放高峰滞后大约 2 年，其中民生和深发展的不良率 04 年中期已有上升，而民生不良率的上升持续到 05 年上半年。从 04-05 年不良率累计上升幅度看，招行的不良率上升幅度最小，深发展不良率上升幅度最大，当然，这种差异可能有各家银行核销清收力度的差异因素。此外，2004 年上半年宏观调控后的第二季度，四大国有银行的不良贷款余额比第一季度上升了 183 亿元。

从账面上看，03-04 年的调控带来的影响不大，这一方面是由于 04 年宏观经济调整的幅度小，另一方面是那时国有银行的账面剥离，和股份制银行存量不良贷款核销和收回规模较大导致的。

3) 09年上半年资产质量风险可能开始体现得较明显

结合我们前面谈到的经验，不良贷款从投放到不良暴露的平均滞后时间为大概 2 年时间，不良贷款多数是在经济高速增长期或贷款高增长期投放的，我们大致判断，不良贷款反弹有可能在 09 年上半年开始体现得较为明显，而且不良率上升的趋势可能在下半年到 10 年持续。

这一轮经济调整的广度和深度比 04 年要大。04 年的风险行业主要是涉及房地产业，汽车行业，钢铁，电解铝，水泥，等一些投资过热的行业，这次波及的范围更广一些，不过相对上次有利的方面也很明显，一方面国家调控方向及时转向积极的财政政策和适度宽松的货币政策，投资和内需拉动空间比较大；另一方面，无论是从企业还是银行的角度看，资产负债表的基础和盈利能力相对 04 年都要雄厚，而且对银行的审慎监管体系，以及银行的风险识别能力，银行自身的信贷流程相对 04 年也要完善很多。此外，预计 09 年仍将继续加强不良贷款的核销。

我们判断，本轮经济调整中，银行不良率上升幅度可能高于 04 年，持续时间也可能更长，但大幅反弹的可能性较小。我们假设上市银行 09 年不良率上升幅度主要分布在 0.2-0.5 个百分点之间。

表 5：2001 年以来上市银行不良贷款率

	2009E	3Q08	1H08	2007	2006	2005	1H05	2004	1H04	2003	2002	2001
工行	2.58%	2.37%	2.41%	2.74%	3.79%	4.69%	-	21.16%	-	24.24%	25.41%	-
建行	2.56%	2.17%	2.21%	2.60%	3.29%	3.84%	-	3.92%	-	9.12%	15.17%	19.21%
中行	2.86%	2.58%	2.58%	3.12%	4.04%	4.62%	-	5.12%	-	16.28%	23.37%	27.51%
交行	2.02%	1.75%	1.83%	2.05%	2.01%	2.40%	-	2.93%	-	-	-	-
招行	1.45%	1.20%	1.25%	1.54%	2.12%	2.58%	2.57%	2.87%	2.78%	3.15%	5.99%	10.25%
民生	1.76%	1.22%	1.21%	1.22%	1.23%	1.28%	1.44%	1.31%	1.28%	1.29%	2.04%	4.25%
浦发	1.46%	1.19%	1.22%	1.46%	1.83%	1.97%	2.15%	2.45%	2.29%	2.53%	4.43%	-
兴业	1.47%	1.06%	1.04%	1.15%	1.53%	2.33%	-	2.50%	-	2.56%	3.23%	4.14%
中信	1.64%	1.37%	1.45%	1.48%	2.50%	4.14%	-	6.29%	-	8.12%	-	-
华夏	2.48%		2.06%	2.25%	2.73%	3.04%	3.13%	3.96%	3.67%	4.23%	5.97%	7.05%
深发	3.74%	4.28%	4.64%	5.62%	7.98%	9.33%	10.74%	11.41%	8.84%	8.49%	10.29%	14.84%
北京	1.76%		1.74%	2.06%	3.58%	4.38%	-	4.53%	-	-	-	-
宁波	1.13%	0.63%	0.40%	0.36%	0.33%	0.61%	-	0.96%	-	-	-	-
南京	1.83%		1.39%	1.79%	2.47%	3.35%	-	4.36%	-	5.64%	10.55%	-
平均	2.05%		1.82%	2.10%	2.82%	3.47%		5.27%		7.79%	10.65%	12.46%

资料来源：各公司报表 招商证券研发中心

注：红色标识的表明不良率上升。

图9：不良率反弹相对信贷投放高峰滞后大约2年

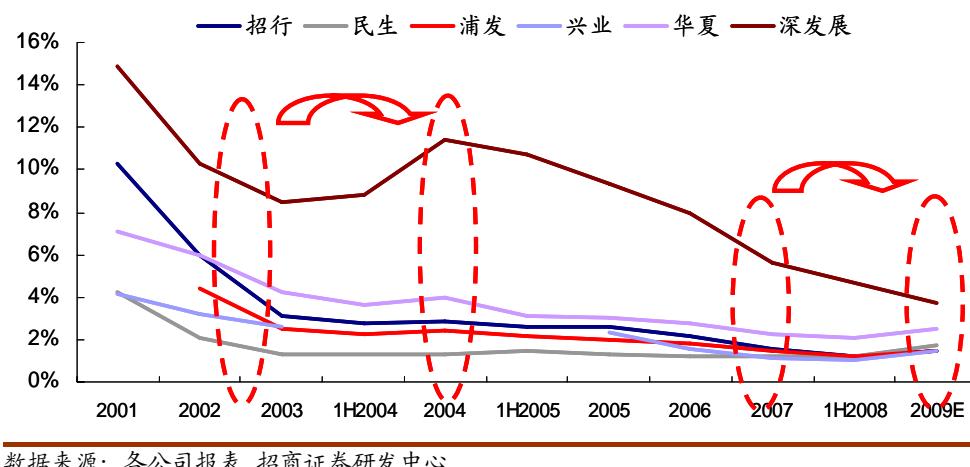


表6：2003年以来主要上市银行逾期贷款占比

	1H2008	2007	2006	2005	2004	1H2004	2003
招行	1.15%	1.35%	1.81%	2.20%	2.52%	2.73%	2.85%
民生	1.22%	1.03%	1.41%	1.37%	1.18%	1.47%	1.31%
浦发	1.33%	1.39%	1.82%	2.12%	2.21%	2.24%	1.83%
兴业	1.32%	1.07%	1.45%	1.96%	2.05%	-	2.13%
深发展	6.07%	6.52%	8.06%	10.56%	10.06%	9.51%	7.94%
华夏	2.00%	2.26%	2.84%	2.99%	3.33%	3.67%	3.62%

资料来源：各公司报表 招商证券研发中心

注：红色标识的表明逾期贷款比率上升。

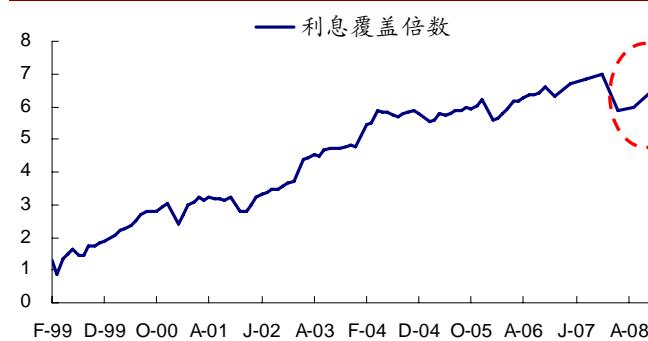
表7：2001年以来上市公司财务费用压力状况

上市公司中	1-3Q08	2007	2006	2005	2004	2003
EBIT<财务费用的家数比例	14.7%	7.1%	11.8%	17.0%	14.4%	19.2%
EBIT<财务费用的贷款占上市公司总贷款比例	19.4%	3.2%	8.2%	14.2%	6.7%	9.8%
上市公司整体利息覆盖倍数	7.5	10.1	8.8	8.9	9.0	7.5

资料来源：Wind 资讯 招商证券研发中心

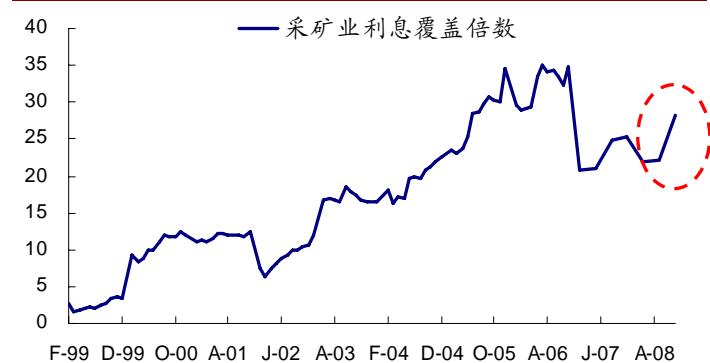
注：红色标识的表明财务费用压力上升。

图10：1999.2-2008.8 工业企业利息覆盖倍数



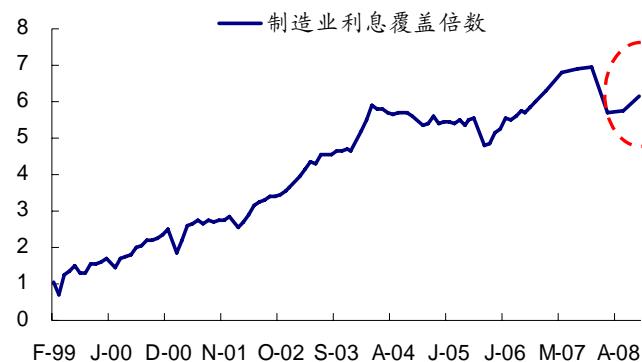
资料来源：Wind 资讯，招商证券研发中心

图11：1999.2-2008.8 采矿业利息覆盖倍数



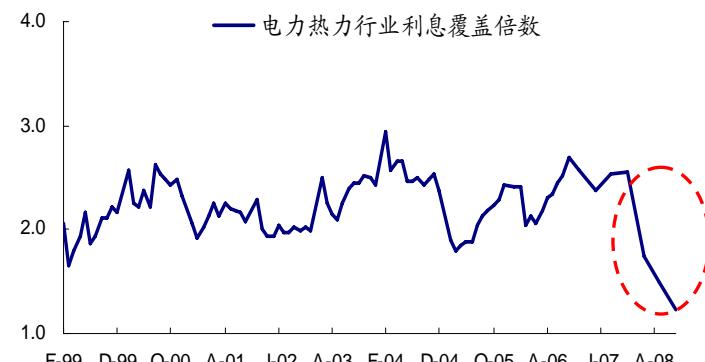
资料来源：Wind 资讯，招商证券研发中心

图12：1999.2-2008.8 制造业利息覆盖倍数



资料来源：Wind 资讯，招商证券研发中心

图13：1999.2-2008.8 电力热力行业利息覆盖倍数

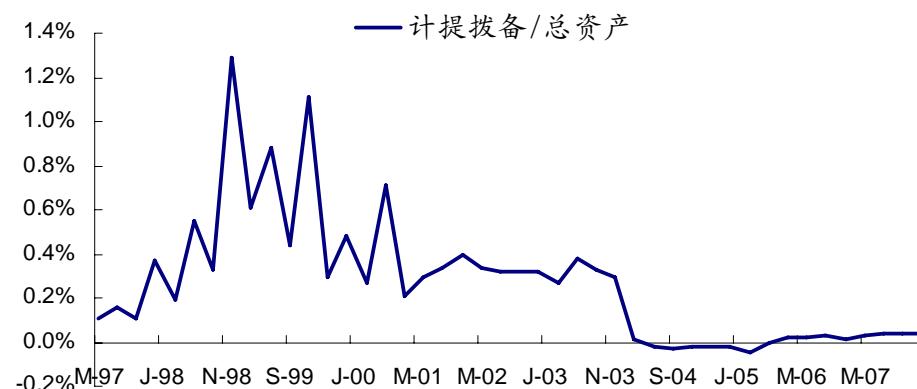


资料来源：Wind 资讯，招商证券研发中心

4) 拨备较高的银行可能通过释放拨备以丰补歉

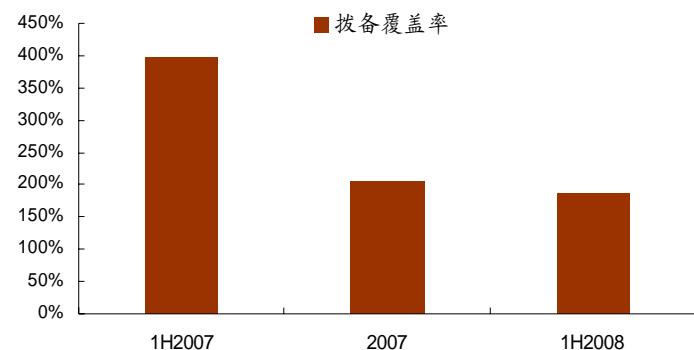
根据国际经验，在经济大幅下滑时期，银行不仅要消耗掉过去多计提的拨备，还需要大幅新计提拨备才能充分覆盖大幅反弹的不良贷款，体现在财务数据上，就是信贷成本的上升伴随着拨备覆盖率的下降。

图14：1998-1999年香港银行业信贷成本大幅上升



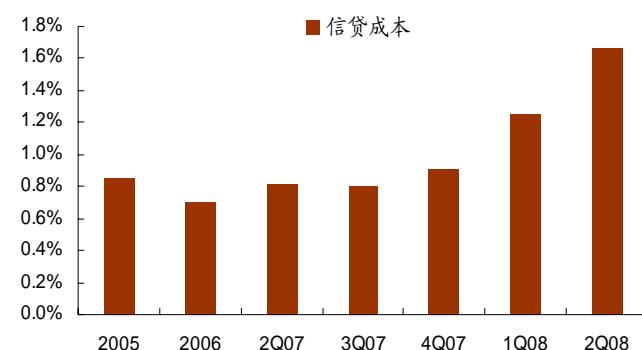
数据来源：CEIC 招商证券研发中心

图15: 1H2007-1H2008美洲银行拨备覆盖率大幅下降



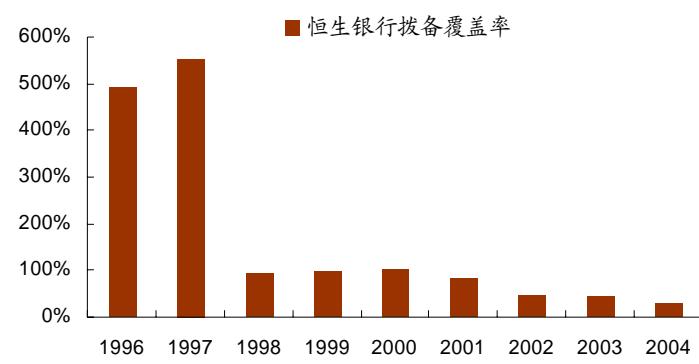
资料来源：公司报表，招商证券研发中心

图16: 2007年以来美洲银行信贷成本持续上升



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图17: 1998年恒生银行拨备覆盖率大幅下降



资料来源：公司报表，招商证券研发中心

图18: 1998年汇丰银行拨备覆盖率明显下降



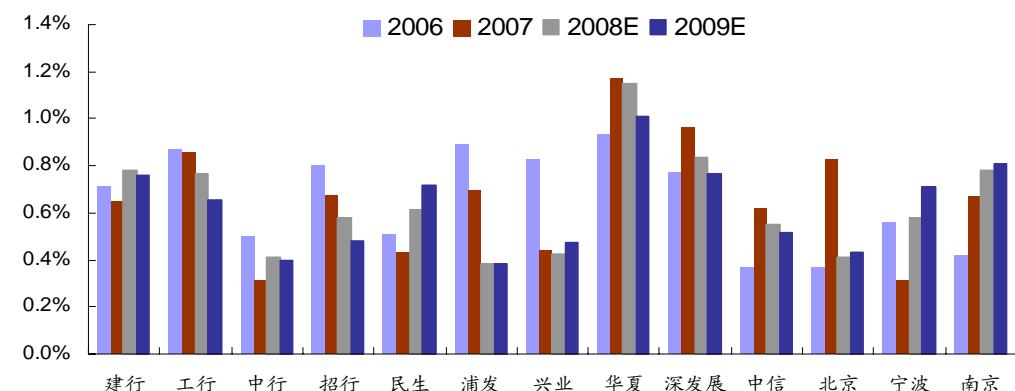
资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

但在不良率小幅上升的情况下，信贷成本上升的压力会相对小一些。信贷成本的上升程度有赖拨备的基础和释放程度。对于不良率上升幅度小，拨备覆盖率较高的银行，甚至有能力稳定甚至降低信贷成本。

从08年中期的数据看，除了深发展和北京银行，其他上市银行的拨备充足率均在200%以上，最高的达到380%，即假设充分释放拨备，不良率一倍或2倍的上升不会对信贷成本造成影响。

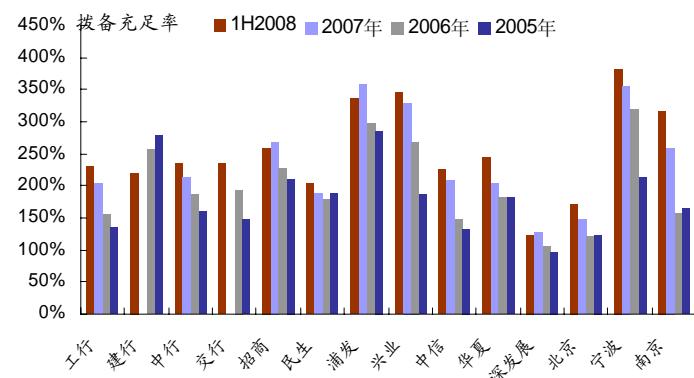
在预计不良率上升幅度在0.5个百分点以内的基础上，我们预计09年除民生、兴业、宁波银行等几家以外，上市银行的信贷成本整体基本稳定。

图19：2006-2009E 上市银行信贷成本及预计



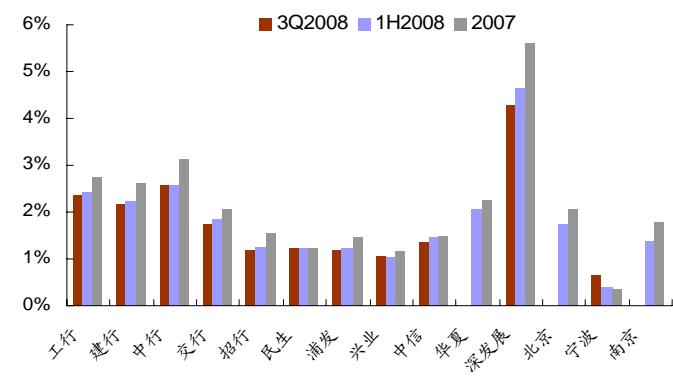
数据来源：公司报表 招商证券研发中心

图20：2005-1H2008上市银行拨备充足率



资料来源：公司报表，招商证券研发中心

图21：2007-1H2008上市银行不良贷款率



资料来源：公司报表，招商证券研发中心

4、09年中间业务缺乏新的增长点

整体看，09年中间业务缺乏新的增长点，在资本市场持续低迷下，相关的证券基金代理业务很难有起色，信贷额度的取消又将减少银行信贷类理财产品的发行量，我们预计09年中间业务增速可能有明显下降。明年国债的发行量会有上升，有利于增加商业银行投行业务收入。代理保费手续费收入也有望保持稳定增长。但这些业务从比例上看还太低。

二、估值与国际比较趋势分析

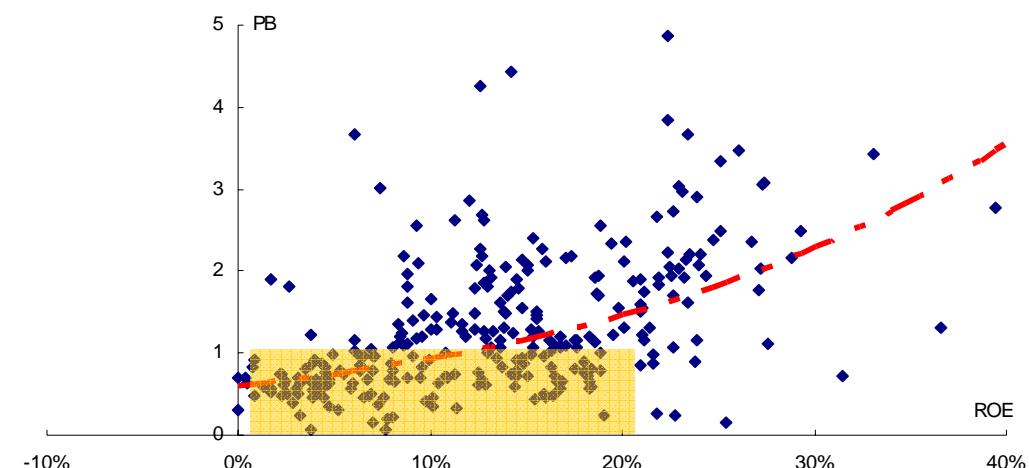
1、从 ROE 看银行股估值底线

目前香港美国等地的上市银行很多 PB 已跌破净资产，那么什么情况下会出现 $PB < 1$ 呢？首先，亏损的预期导致 PB 低于 1 的可能性是很大的，这一点没有太多疑问，其次，盈利的银行也有很多 PB 低于 1。

ROE 和 PB 的相关性是很明显的，通过比较全球银行 ROE 和 PB 的分布区间，我们发现，20%以上的 ROE 导致 $PB < 1$ 的概率要低很多。而根据我们的盈利预测，09 年上市银行盈利增速虽然大幅下滑，甚至略有负增长，但 ROE 仍然较高，基本上还是能维持在 15%-20%左右的区间，相对很多行业来说，这个盈利能力还是很强的。此外，中国银行业权益投资类占比很少，主要还是贷款和债券投资，净资产的稳定性较强。所以我们认为股价跌破净资产的可能性是比较小的。较高的 ROE 根本原因在于银行业在社会资本稀缺阶段的特许权价值和利差保护，而这几个因素未来 3-5 年不会发生实质改变。利率市场化将逐步推进，但更可能是渐进式的漫长过程。

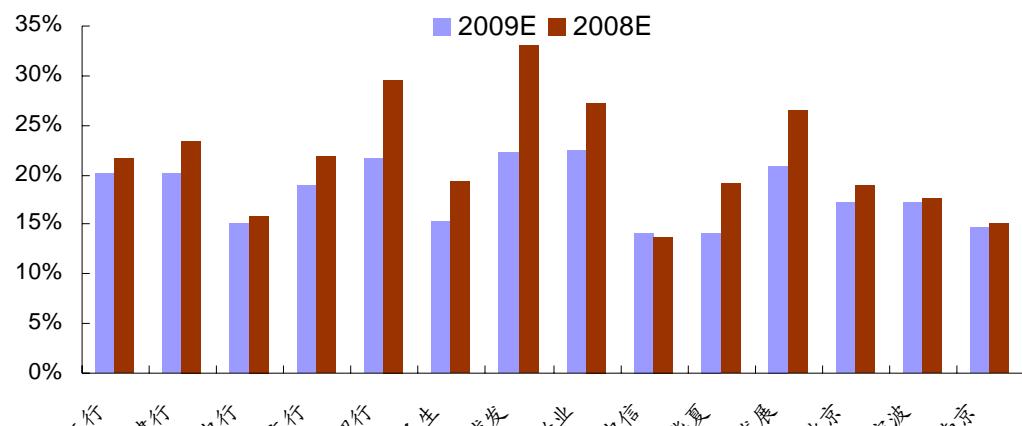
从现在的估值看，我们上市银行估值最低的是 09 年 1.1 倍，平均也只有 1.5 倍，向下的空间不大。

图22：国际上市银行ROE和PB估值分布区间



数据来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图23：2008-2009年上市银行平均ROE预测



数据来源：招商证券研发中心

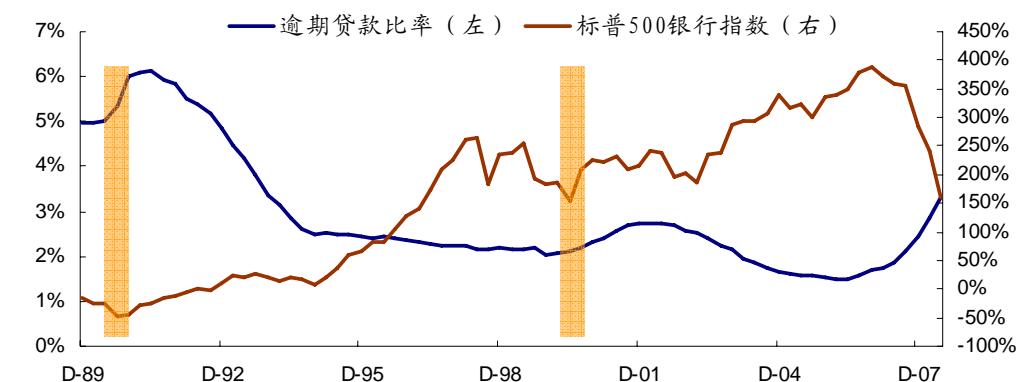
2、信贷增长先行于银行指数而不良率稍滞后

国际银行指数历史走势表明，不良率是较滞后的变量，银行指数通常在不良率刚刚开始出现反弹不久之时到底。

就美国来说，在90年代初的经济调整周期中，1990年3季度银行股到底的时候不良率远未到顶；同样地，在世纪之交的经济调整中，银行股到底的时候不良率刚开始上升半年左右的时候。

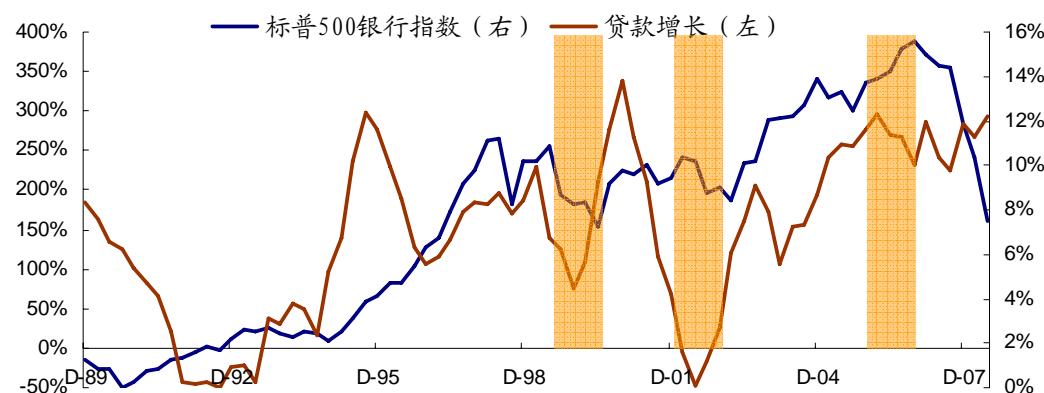
在经济调整周期中，贷款增长的调整先行于银行指数；而在经济复苏时，贷款增长的加快也在银行指数回升之前。

图24：4Q1989-2Q2008 美国银行业不良率和行业指数走势比较



数据来源：CEIC, 招商证券研发中心

图25：4Q1989-2Q2008 美国银行业贷款增长与行业指数走势比较

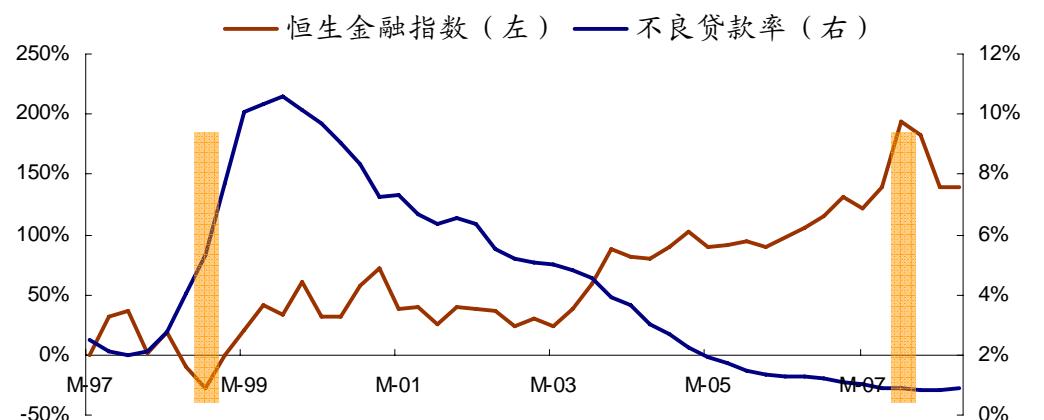


数据来源：CEIC，招商证券研发中心

亚洲金融危机中，截至 1998 年 3 季度，虽然香港银行业不良贷款率还有很大上升空间，但金融股已开始回升。

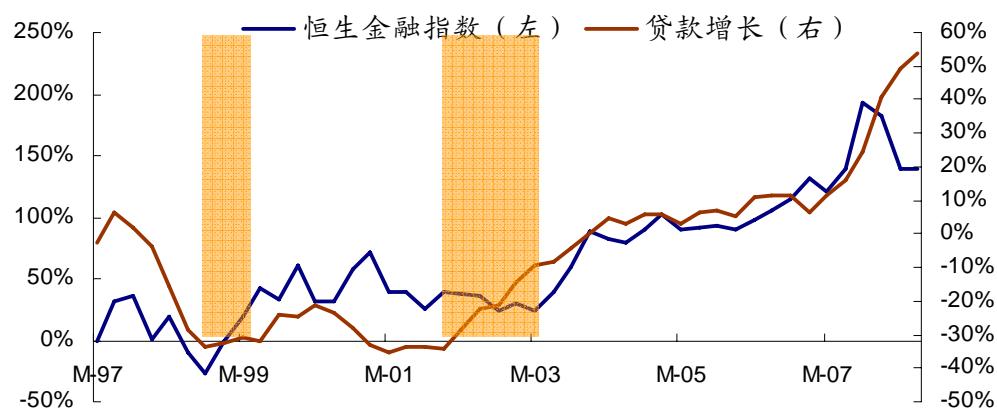
1999 年贷款增长加快和金融股的回升时点基本同步，2002 年贷款增长加快先行于金融股的回升。

图26：1Q1997-2Q2008 香港银行业不良率和行业指数走势比较



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

图27：4Q1989-2Q2008 香港银行业不良率和行业指数走势比较

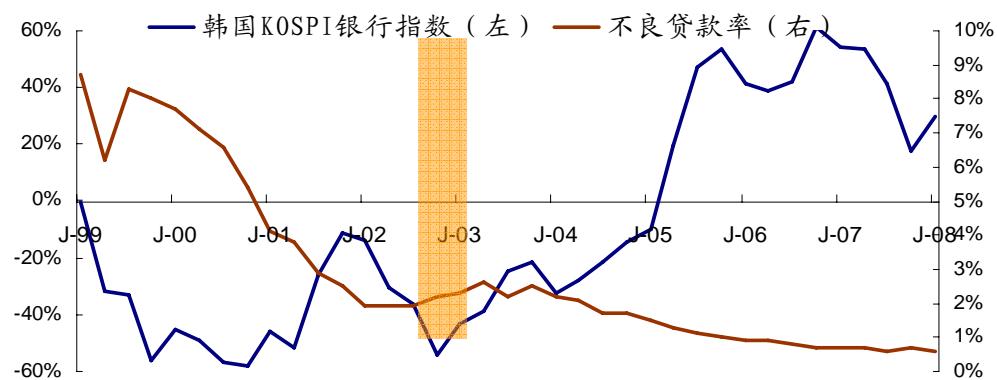


数据来源：CEIC，招商证券研发中心

2002-2003 年的经济调整中，韩国银行指数在不良率反弹中期出现回升。

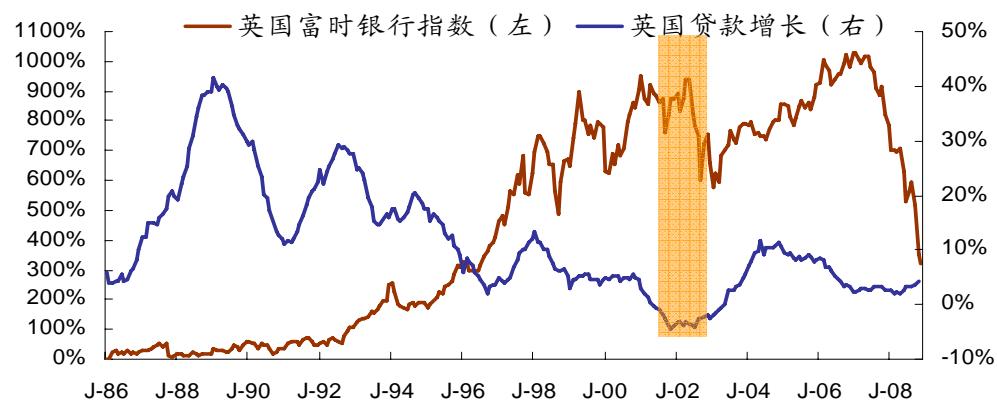
2002-2003 年的经济调整中，英国贷款增速最低点先于银行指数的最低点。

图28：2Q1999-2Q2008 韩国银行指数和不良率走势比较



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

图29：2Q1986-2Q2008 英国银行指数和贷款增长走势比较



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

3、银行股在经济周期中表现的国际比较分析

1) 美林投资钟

银行在经济复苏 (Recovery) 时机能够跑赢大盘:

通过参考美林投资钟和银行股在经济周期中相对大盘的走势，对比国际上银行股在经济周期中的表现，我们发现银行在经济复苏 (Recovery) 时机能够跑赢大盘。

银行在过热时期(Overheat)先于大盘调整:

国际上银行股的调整早先于大盘和经济，从美林的投资钟也可以看出金融股在经济过热时已跑输大势。我们分析这可能是因为先行的紧缩货币政策使银行首当其中受到影响。

在衰退 (Reflation) 阶段，银行股远远跑赢大势:

美林的投资钟显示，在衰退阶段，银行股远远跑赢大势，而且在各行业中表现非常靠前。可能一方面是由于银行财务表现，特别是信贷资产质量风险凸现的滞后导致的，另一方面可能和先行的货币政策效果开始体现有关，如由于反周期的先行货币政策，信贷增速可能已开始加快。

在滞胀期 (Stagflation)，金融股略跑赢大势。

表 8：美国各大行业在周期中相对市场回报

	复苏	过热	衰退	滞胀
可选消费	3.8	科技	4.7 主要消费	石油 天然
电信	3.7	工业	4.3 金融	气 14.7
科技	3.3	石油天然气	4.2 可选消费	医药 11.6
金融	1.4	医药	2.9 医药	公用事业 6.4
工业	-0.4	主要消费	1.1 基础原料	主要消费 2.5
基础原料	-2.4	电信	-0.9 工业	工业 2.1
主要消费	-3.1	金融	-1.8 科技	基础原料 2.1
公用事业	-3.1	公用事业	-3.2 公用事业	金融 1.6
石油天然气	-4.4	基础原料	-3.6 电信	0
医药	-4.5	可选消费	-5.8 石油 天然	-8.9
美国细分行业相对市场回报				
列各行业第 6 位				
银行			衰退	
			14.2	

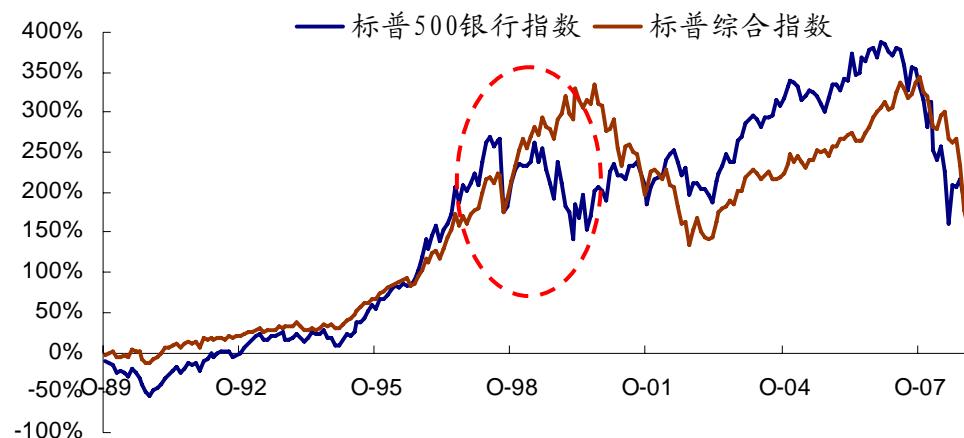
资料来源：美林报告 招商证券研发中心

2) 经济周期中银行股的表现

我们观察了主要发达市场经济周期中银行股的表现。

美国银行股在繁荣时期跑赢大盘；在经济调整周期中，银行股调整先行于大盘；复苏时期银行与大盘基本同时回升。

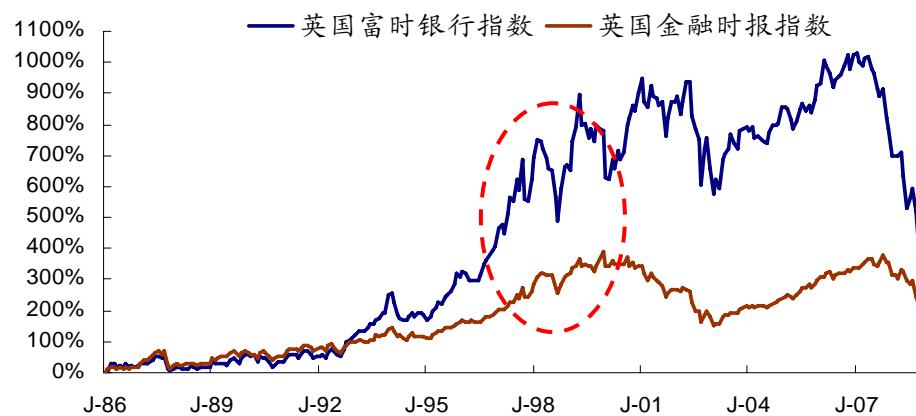
图30：1989.10-2008.11标普银行指数相对大盘走势



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

英国银行股在繁荣时期跑赢大势；在经济调整周期中，调整先行于大盘；复苏时期银行与大盘基本同时回升。

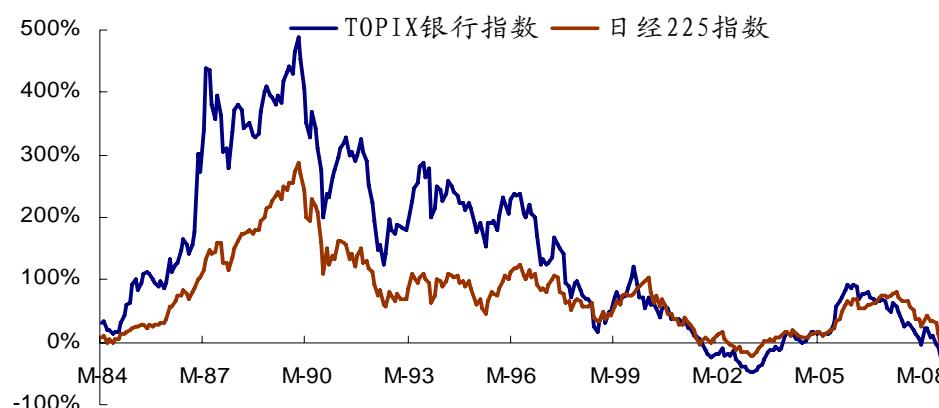
图31：1986.1-2008.11英国银行指数相对大盘走势



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

日本银行股在经济调整周期中调整先行于指数；复苏时期，银行股跑赢大势；经济大周期调整中，银行股跑输大势。

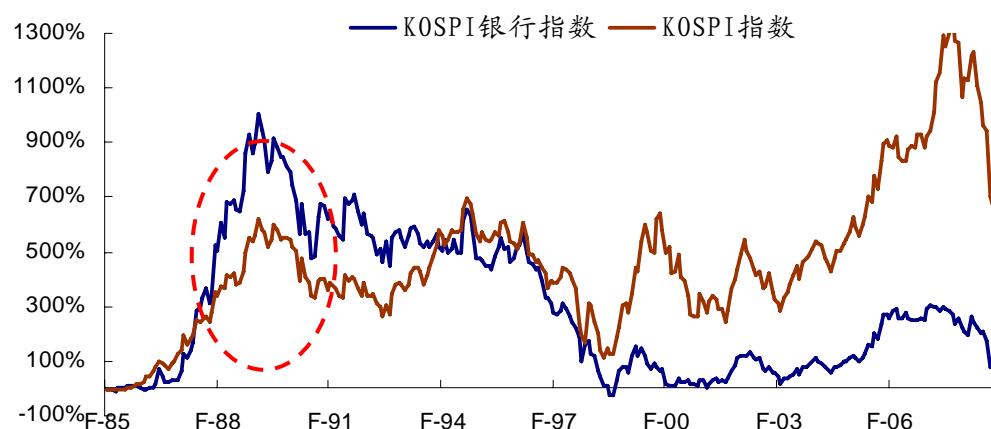
图32：1984.3-2008.11日本银行指数相对大盘走势



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

韩国银行股在经济调整周期中与指数基本一致；经济大周期调整中，银行股跑输大势。

图33：1985.2-2008.11韩国KOSPI银行指数相对大盘走势



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

4、中国银行股的投资钟

中国股市的时间较短，但在最近经济周期中相对大盘的表现与国际接近。在过热时期银行股跑输大盘，在衰退、复苏和繁荣期均跑赢大盘，在繁荣期超越大盘幅度最大。

表9：中国银行股的投资钟

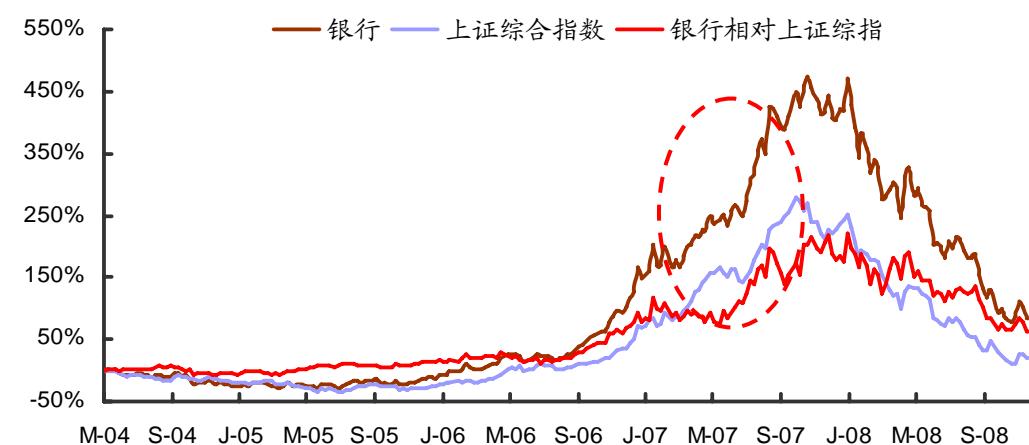
时间区间	经济周期	银行指数	市场	相对市场	时间区间
1998.1-2002.12	衰退	30.7%	11.0%	19.7%	1998.1-2002.12
2002.12-2004.3	复苏	35.2%	28.3%	6.9%	2002.12-2004.3
2004.3-2006.6	繁荣	30.3%	-4.0%	34.3%	2004.3-2006.6
2006.6-2007.9	过热	199.1%	232.0%	-32.9%	2006.6-2007.9
2007.9-	衰退	-51.1%	-64.8%	13.8%	2007.9-

资料来源：Wind 资讯 招商证券研发中心

国内银行股最佳投资时机也许要等到 09 年中期前后：

就我们国家来说，09 年初开始信用风险的暴露可能会比较明显，但同时货币财政政策放松对信贷的刺激也开始发挥效果，银行仍能获得相对工业企业更高的盈利能力，这稳定了估值的底线。但到 3 季度不良率仍在下降，根据前面的经验总结，我们认为最佳投资时机可能是在信用风险开始暴露，货币政策效果开始体现，信贷增速回升，宏观经济趋稳之时，这也许需要等到 09 年中期前后。

图34：2005.1-2008.12中国银行股相对大盘走势

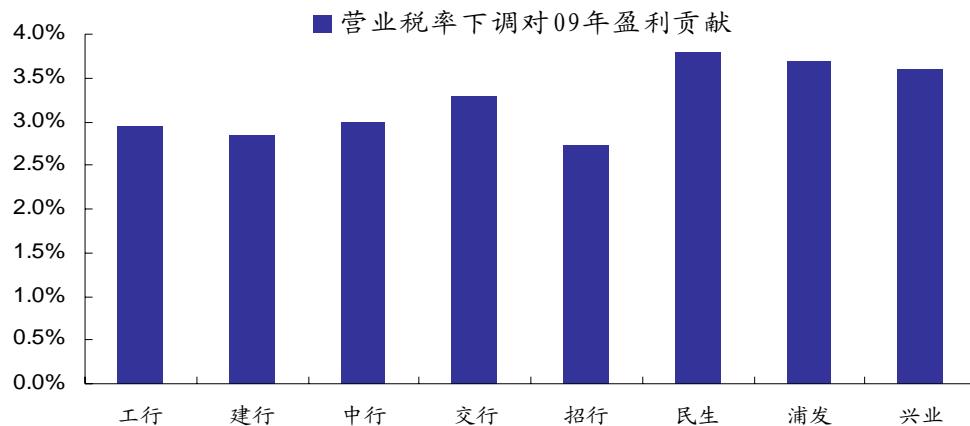


数据来源：Wind, 招商证券研发中心

三、维持银行业推荐评级

1、分析关键从估值转向趋势判断

对银行的分析焦点实际上已从盈利预测和估值转到了对趋势的判断上，包括对宏观经济和房地产市场，对降息预期的判断，因为即使是在最悲观的盈利预期下，同时不考虑营业税率可能的下调，明年整体盈利增速下滑 10%以上，目前的 PB 估值也并不高，从估值看目前的投资价值已较为明显。09 年上半年银行的财务数据会比较难看，根据我们目前的初步预测，多家银行会出现 10%左右的负增长，企业盈利状况也不乐观。根据我们前面的分析，最佳投资时机目前还需要等待。

图35：营业税率下调1个百分点将提高上市银行盈利3个百分点左右


数据来源：公司报表，招商证券研发中心

2、经济下行中银行股的选股思路

三个主要考虑因素：估值的偏离程度、盈利的确定性，以及是否具有弱化周期约束的模式优势。

在经济下滑步入深化的周期，也是资产质量和利差的负面影响开始集中体现的时期，目前我们的盈利预测中，有 6 家银行小幅负增长。但实际上无论是盈利预测正增长还是负增长，差距都不是很大。我们觉得这个时期关键还是要综合考虑估值的偏离程度，盈利的确定性，以及是否具有弱化周期约束的模式优势。

招商银行：“强烈推荐”：

在降息通道中，招行属于利差所受的负面影响偏大的，活期存款占比高，300 亿次级债成本高，但我们对招行的资产质量比较有信心，其实资产质量对盈利的敏感度更高，假设对新增不良覆盖 50% 的拨备，那么只要不良率少上升 0.2-0.3 个百分点，便足以弥补利差上的劣势。所以，综合来看盈利的确定性还是比较高的。而且估值和行业平均也差不多。维持强烈推荐评级。

民生银行：“强烈推荐”：

民生银行的资产质量风险相对大一些，从 04 年不良率的上升幅度和 08 年上半年不良率的上升可见一斑，这一方面是由于民生不良率的基数较低，另一方面和其一向的风格有关。但事业部改革中的行业专业化和垂直化管理是民生银行的模式优势，有助于提高客户选择和定价能力，这在降息周期中尤为重要，且估值较低，小非压力逐步消化。维持强烈推荐评级。

北京银行：“审慎推荐”：

北京银行资产质量风险和负债成本上升压力相对较小，规模快速扩张，盈利确定性也较高，不过小非压力较大。维持审慎推荐评级。

工商银行：“审慎推荐”：

工行的盈利确定性较强，巨额投资计划也更有利于国有大银行的信贷扩张和新增信贷的资产质量，汇金增持也保证了股价的稳定，但全面的信贷支持政策也可能会加大部分行业的信贷质量风险，目前估值也相对较高。维持审慎推荐评级。

表 10: 2008-2009E 上市银行盈利增速及 09 年半年度盈利预测

%	建行	工行	交行	招行	兴业	浦发	民生	深发	中信	华夏	北京	南京
08E	56.1	40.2	46.2	58.5	40.8	149.6	67.5	61.4	89.6	85.3	67.3	74.1
09E	0.6	4.1	-1.3	-1.7	-3.0	-8.5	-2.0	1.8	-9.5	5.4	6.8	6.9
1H09E	-7.4	-0.7	-2.8	-12.7	-8.7	-6.1	-13.7	0.5	-18.6	1.1	4.4	2.1
2H09E	10.0	9.1	0.3	10.8	3.8	-10.7	13.5	3.1	1.0	9.5	9.3	11.7
1HEPS (元)	0.23	0.17	0.31	0.79	1.19	0.93	0.28	0.69	0.18	0.39	0.48	0.44
2HEPS (元)	0.23	0.18	0.29	0.82	1.15	0.95	0.28	0.71	0.19	0.43	0.48	0.48

资料来源：各公司报表 招商证券研发中心

注：浦发 09 年增速偏低主要是由于 08 年计税工资税前扣除导致盈利基数较高。

表 11：估值对比表

公司	EPS				盈利复合 增长率	PE		PB		市值	投资评级
	07	08E	09E	10E		08-09	08E	09E	10E	08E	09E
招商银行	1.04	1.64	1.61	1.80	24.8%	8.5	8.7	7.8	2.2	1.8	2106 强烈推荐-A
民生银行	0.44	0.56	0.55	0.65	28.1%	7.9	8.0	6.8	1.4	1.2	870 强烈推荐-A
北京银行	0.54	0.90	0.96	1.11	33.7%	10.4	9.8	8.5	1.9	1.6	598 审慎推荐-A
工商银行	0.24	0.34	0.36	0.39	20.8%	11.6	11.2	10.3	2.2	1.9	13462 审慎推荐-A
建设银行	0.30	0.46	0.47	0.51	25.7%	9.5	9.4	8.5	2.0	1.8	9945 审慎推荐-A
华夏银行	0.50	0.78	0.82	0.94	39.7%	11.1	10.6	9.2	1.6	1.4	382 审慎推荐-B
浦发银行	1.26	2.33	1.87	2.08	48.3%	6.4	7.9	7.2	1.6	1.6	874 审慎推荐-A
兴业银行	1.72	2.41	2.35	2.59	16.9%	7.0	7.2	6.5	1.7	1.5	868 审慎推荐-A
深发展	1.16	1.79	1.82	2.11	28.2%	6.0	5.9	5.1	1.3	1.1	269 审慎推荐-A
中国银行	0.22	0.29	0.31	0.35	17.4%	11.0	10.6	9.2	1.7	1.5	7659 审慎推荐-A
南京银行	0.50	0.86	0.92	1.07	36.5%	10.9	10.2	8.8	1.6	1.4	180 中性-A
交通银行	0.42	0.61	0.60	0.67	19.9%	8.4	8.5	7.7	1.7	1.5	2517 中性-A
中信银行	0.21	0.40	0.36	0.39	30.9%	10.6	11.8	10.9	1.7	1.5	1512 中性-A
宁波银行	0.38	0.60	0.65	0.73	30.3%	12.5	11.5	10.2	2.1	1.8	194 中性-A
整体平均					22.9%	9.4	9.4	8.3	1.8	1.5	2960

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

李珊珊: 北京大学经济学硕士, 2005 年开始从事金融行业分析, 现为招商证券银行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

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

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。