

银行 II

2009 年 9 月 29 日

净息差成为影响全年业绩的关键

错误！未提供文档变量。

投资要点：

2009 年 1-8 月我国继续实行适度宽松的货币政策，货币信贷保持快速增长。M1 和 M2 增速较快，经济内在活力不断增强；贷款增速持续超越存款增速，1-8 月人民币新增贷款达到 8.15 万亿元。管理层暗示适度宽松的货币政策的主基调不会改变。目前央行已经开始与各国商议未来将以协调合作的方式收回刺激经济政策。

09 年下半年在保持规模持续增长、资产质量基本稳定的情况下，商业银行的净利差和净息差能否企稳回升将成为影响全年业绩的关键。目前商业银行经历了前期净利差和净息差大幅下滑以后，息差收窄速度开始减缓。预计下半年息差见低回升，可为全年业绩增长提供良好的基础。

未来银行业资本监管要求的提高，对不同上市银行的影响也有所分化。部分资本充足率接近监管底线的商业银行面临着迫切补充核心资本的压力，而前两年陆续上市、资本金较为充足的大型国有商业银行和小型城市商业银行，虽然资本充足率较高，但是其未来的业务扩张也将受到资本充足率的制约而略有放缓。

09 年上半年商业银行业绩平平，但是未来商业银行基本面将不断改善。商业银行贷款增速有所下降，但是净息差快速下降的恶劣形势也在逐步扭转，息差企稳可以为商业银行走出业绩低谷提供新的动力。09 年商业银行有望保持 10%左右的净利润增长，当前银行业估值合理，从长期看估值有进一步提升的空间，维持“增持”评级。

但是当前鉴于市场再融资、创业板发行等种种压力，短期证券市场仍将维持弱市调整。建议投资者密切关注国内外宏观经济、货币政策和市场流动性的动态变化，适度波段操作。

研究员： 刘晓昶
电 话： 025-84457777-933
E-mail: xiaochangliu@sina.com
地 址： 南京市，中山东路 90 号

行业评级：增持

市场走势



相关研究

银行业：风险意识不断增强

2009 年 7 月 30 日

银行业：资本监管要求将更加严格规范

2009 年 8 月 4 日

银行业：8 月新增贷款 4104 亿元 大幅超越市场预期

2009 年 9 月 11 日

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS			P/E			P/B		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
北京银行	16.81	推荐	0.87	0.93	1.04	19.32	18.08	16.16	3.10	2.74	2.34
南京银行	16.92	推荐	0.79	0.84	1.15	21.42	20.14	14.71	2.75	2.42	2.08
浦发银行	19.10	推荐	2.21	1.76	2.06	8.64	10.83	9.25	2.59	2.37	1.89
深发展	19.44	推荐	0.20	1.36	1.56	97.2	14.29	12.46	3.68	2.93	2.37
工商银行	4.72	推荐	0.33	0.36	0.43	14.30	13.11	10.98	2.61	2.18	1.82

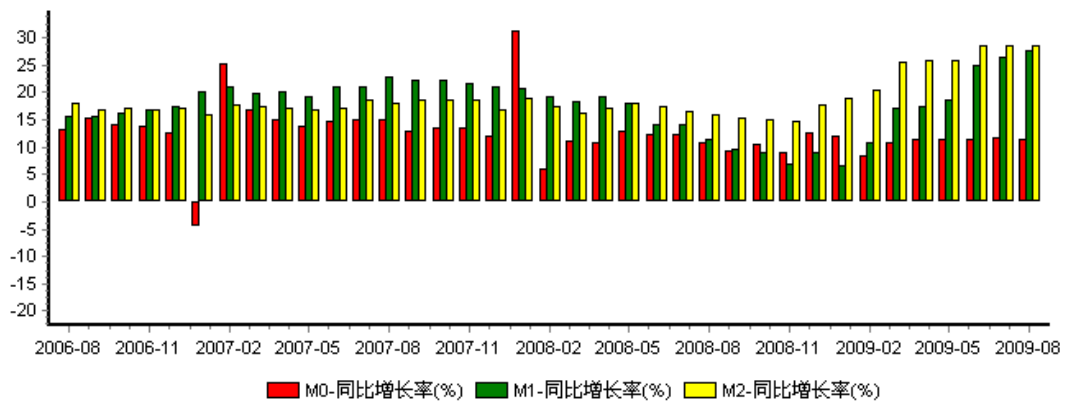
货币信贷增速高位运行

2009年1-8月我国继续实行适度宽松的货币政策，货币信贷保持快速增长。M1和M2增速较快，经济内在活力不断增强；贷款增速持续超越存款增速，1-8月人民币新增贷款达到8.15万亿元。

2009年8月末，广义货币供应量(M2)余额为57.67万亿元，同比增长28.53%，增幅比上年末高10.71个百分点，比上月末高0.09个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为20.04万亿元，同比增长27.72%，比上月末高1.34个百分点；市场货币流通量(M0)余额为3.44万亿元，同比增长11.52%。1-8月净投放现金188亿元，同比少投放543亿元。

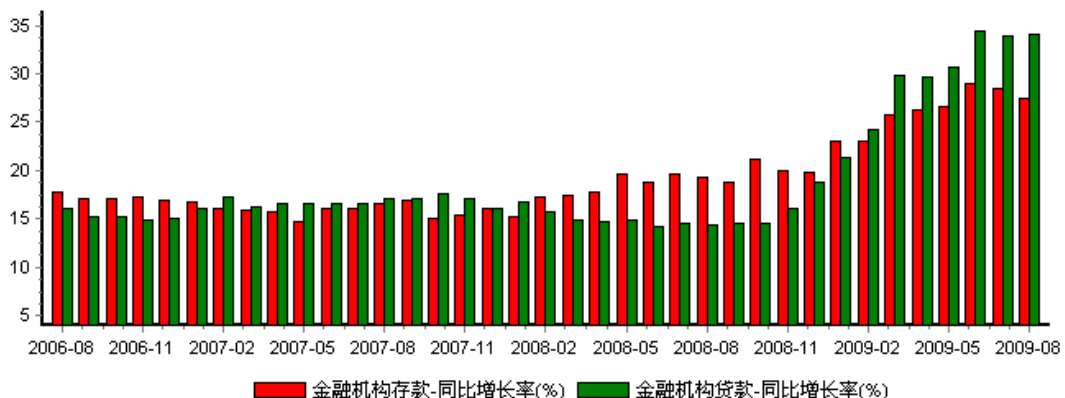
贷款增速持续高于存款增速，存款增速高位略有放缓。8月末，金融机构人民币各项贷款余额38.52万亿元，同比增长34.11%，增幅比上年末高15.38个百分点，比上月末高0.16个百分点。金融机构人民币各项存款余额为57.37万亿元，同比增长27.43%，增幅比上年末高7.70个百分点，比上月末低1.13个百分点。

图1 货币供应量同比增长率（2006.8-2009.8）（单位：%）



数据来源：Wind资讯

图2 金融机构存贷款增速（2006.8-2009.8）（单位：%）



数据来源：Wind资讯

09年1-8月人民币各项贷款增加8.15万亿元，同比多增5.04万亿元。8月份当月人民币各项贷款增加4104亿元。1-8月人民币各项存款增加10.72万亿元，同比多增4.63万亿元。8月份当月人民币各项存款增加3274亿元。

此前市场普遍预期，8月新增贷款可能在3000-3700亿元之间。而实际上8月新增贷款达到4104亿元，大幅超越市场预期，减轻了投资者对未来货币政策“微调”和贷款投放收缩的恐惧。8月初央行首次正式表

态将对适度宽松的货币政策进行“微调”，引发了投资者对未来货币政策和流动性大幅收缩的担忧，资本市场也由此开始了一段较长时间的调整。

近期 M1 增速的提升幅度大于 M2 增速的提升幅度，显示经济内在活力仍在持续上升。在存贷款方面，贷款增速高于存款增速，也表明商业银行加大贷款占生息资产比重的行动仍在持续。

当前管理层一再强调，在中国经济企稳回升的态势还“不稳定、不巩固、不平衡”的情况下，“不能也不会在不适当的条件下改变政策方向”，暗示适度宽松的货币政策的主基调不会改变。此前我们预计，如果未来世界经济开始稳定复苏，央行可能会与其他国家协调同步进行货币政策调整，逐步收回市场多余的流动性。事实上，目前央行已经开始与各国商议未来将以协调合作的方式收回刺激经济政策。

净息差成为影响 09 年银行业绩的关键

2009 年银行业保持业绩增长的三大重要因素是规模、息差和资产质量。

从资产负债规模看，09 年上半年我国银行业资产和负债规模快速增长。截至 2009 年 6 月末，我国银行业金融机构境内本外币资产总额为 73.7 万亿元，比上年同期增长 27.7%。银行业金融机构境内本外币负债总额为 69.8 万亿元，比上年同期增长 28.2%。

从资产质量看，09 年上半年商业银行资产质量保持稳定，不良贷款余额和比例继续“双降”。6 月末，我国境内商业银行（包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行）不良贷款余额 5181.3 亿元，比年初减少 421.8 亿元；不良贷款率 1.77%，比年初下降 0.65 个百分点。商业银行拨备覆盖率 134.3%，比年初上升 17.9 个百分点。

大部分上市银行也保持不良贷款余额和不良贷款比例“双降”的态势，拨备覆盖率继续提升。09 年 6 月末，14 家上市银行不良贷款余额合计为 3329.65 亿元，同比下降了 4.83%，较年初下降了 5.70%。平均不良贷款率为 1.20%，较年初下降了 33 个基点，较去年同期下降 62 个基点，成功实现“双降”。上市银行拨备覆盖率也稳步上升，平均拨备覆盖率达到 173.55%，目前只有工商、中国、交通、深发展等个别银行的拨备覆盖率低于 150%。

图 3 2008-2009Q2 上市银行不良贷款与不良贷款率（单位：%）

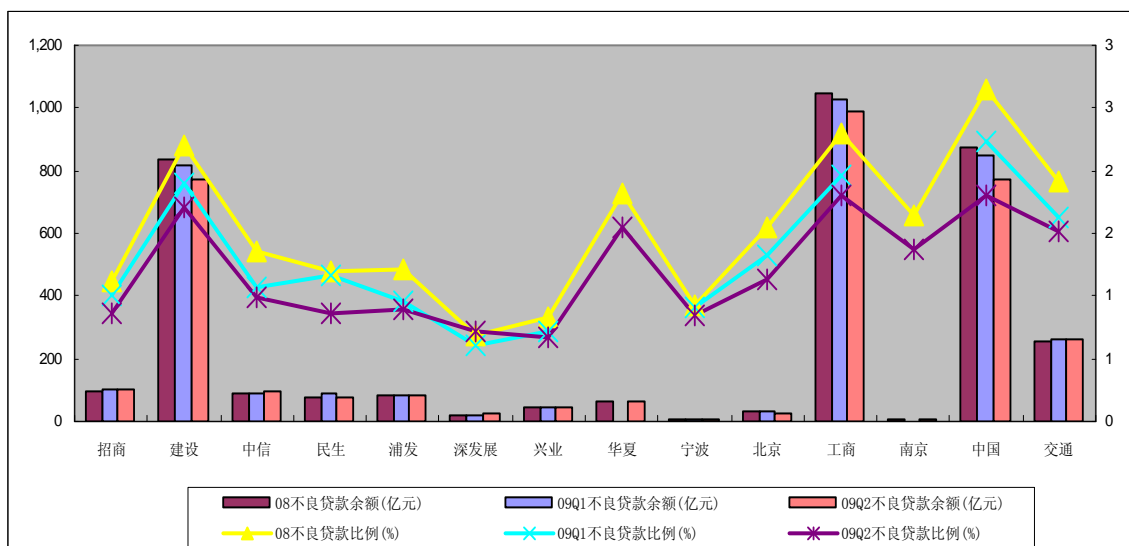
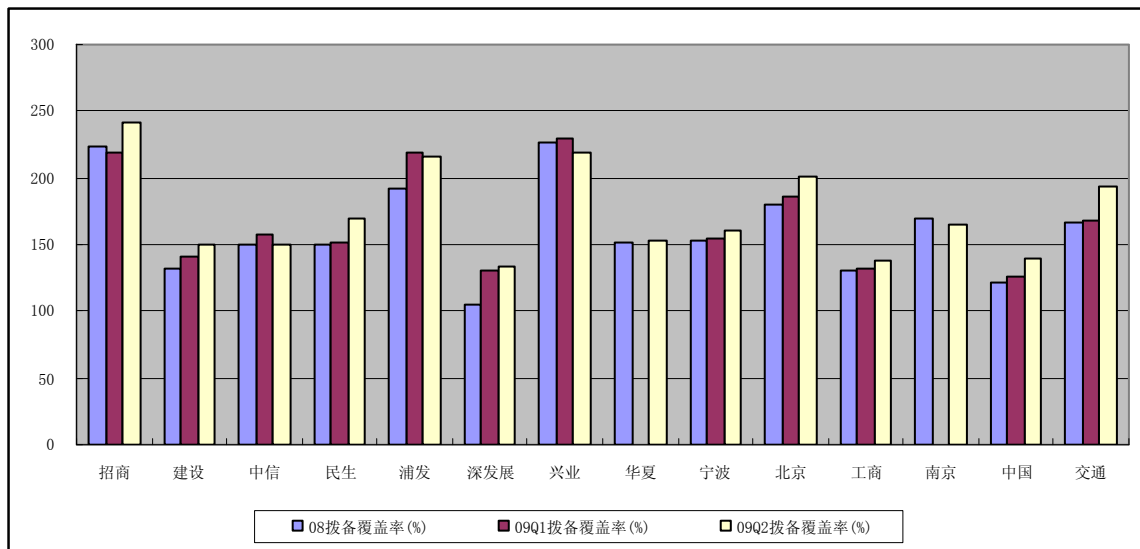


图 4 2008-2009Q2 上市银行拨备覆盖率 (单位: %)



但是从上市银行半年报来看, 很多上市银行 09 年上半年业绩平平。14 家上市银行合计实现营业收入 5419.24 亿元, 同比下降 4.91%; 合计实现净利润 2254.22 亿元, 同比下降 3.16%。原因主要是在 08 年下半年全球金融危机和国内大幅降息的多重困难条件下, 商业银行的存贷款基准利率不断下滑, 净息差快速下降。上半年贷款增速虽然大幅增加, 但利率偏低的票据贴现占比较大, 难以达到“以量补价”。加之金融危机过后, 监管机构为了防范金融风险, 或明或暗地提高了对资本充足率和拨备覆盖率等监管指标的要求, 部分银行为了满足更高的监管标准, 不得不牺牲部分净利润, 以充实自己的实力, 使各项监管指标符合新的更高的监管要求。

表 1 2008-2009H1 上市银行业绩状况

	08 年每股 收益(元)	08 年净利润 (亿元)	08 年净利润增 速(%)	09 年上半年 每股收益(元)	09 年上半年 净利润(亿元)	09 年上半年净 利润增速(%)
工商	0.33	1107.66	36.32%	0.20	663.13	2.76%
建设	0.40	925.99	34.10%	0.24	558.06	-4.88%
中国	0.25	635.39	13.00%	0.16	410.05	-2.45%
交通	0.58	284.23	38.56%	0.32	155.79	0.29%
招商	1.43	210.77	38.27%	0.56	82.62	-37.62%
浦发	2.21	125.16	127.61%	0.86	67.81	6.37%
民生	0.42	78.85	24.47%	0.39	73.74	22.07%
华夏	0.70	30.71	46.15%	0.33	16.66	-13.61%
深发展	0.20	6.14	-76.83%	0.74	23.11	7.82%
中信	0.34	133.20	60.68%	0.18	70.47	-16.28%
兴业	2.28	113.85	32.60%	1.24	62.33	-4.90%
宁波	0.53	13.32	40.02%	0.28	7.06	-3.22%
南京	0.79	14.56	60.10%	0.44	8.01	1.58%
北京	0.87	54.17	61.79%	0.47	29.24	0.75%

资料来源: 各上市银行 2008 年年报、2009 年半年报。表中净利润为归属于上市公司股东的净利润。

我们认为, 09 年下半年在保持规模继续增长、资产质量基本稳定的情况下, 商业银行的净利差和净息差能否企稳回升将成为影响全年业绩的关键。

从近年来上市银行各季度净利差和净息差的实际表现来看，2009年第一季度商业银行净利差和净息差比08年第四季度大幅下滑，下降幅度达到80-100个基点左右。这主要是受08年9月以后多次降息的滞后影响。进入二季度以后，商业银行的净利差和净息差虽然仍在下降，但下降幅度非常小，有部分上市银行的净利差和净息差开始小幅反弹。商业银行的净利差和净息差初显企稳态势。

图5 2007Q4-2009Q2 上市银行净息差（单位：%）

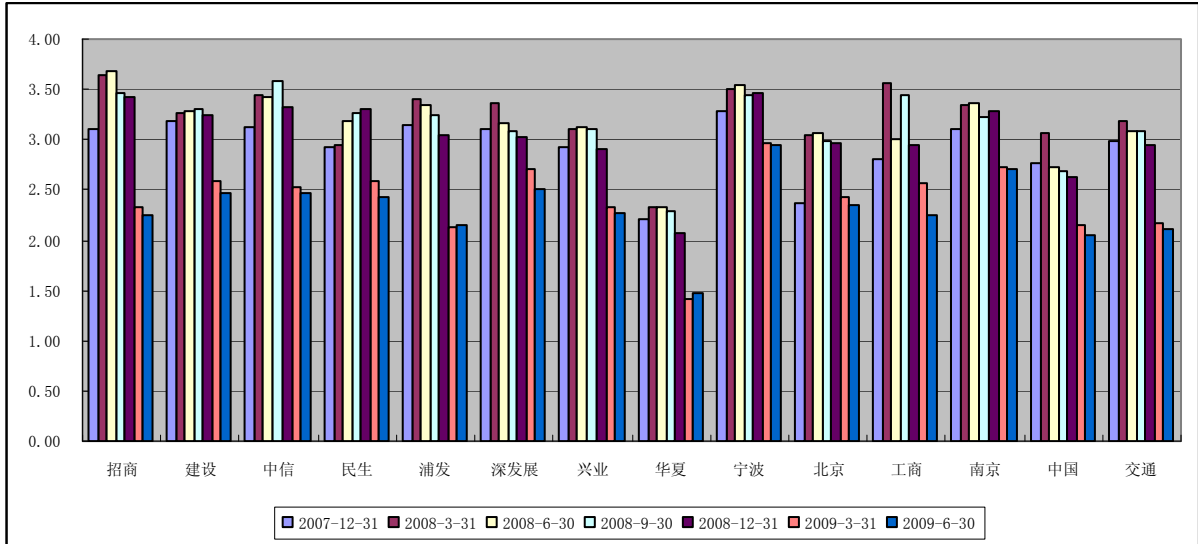
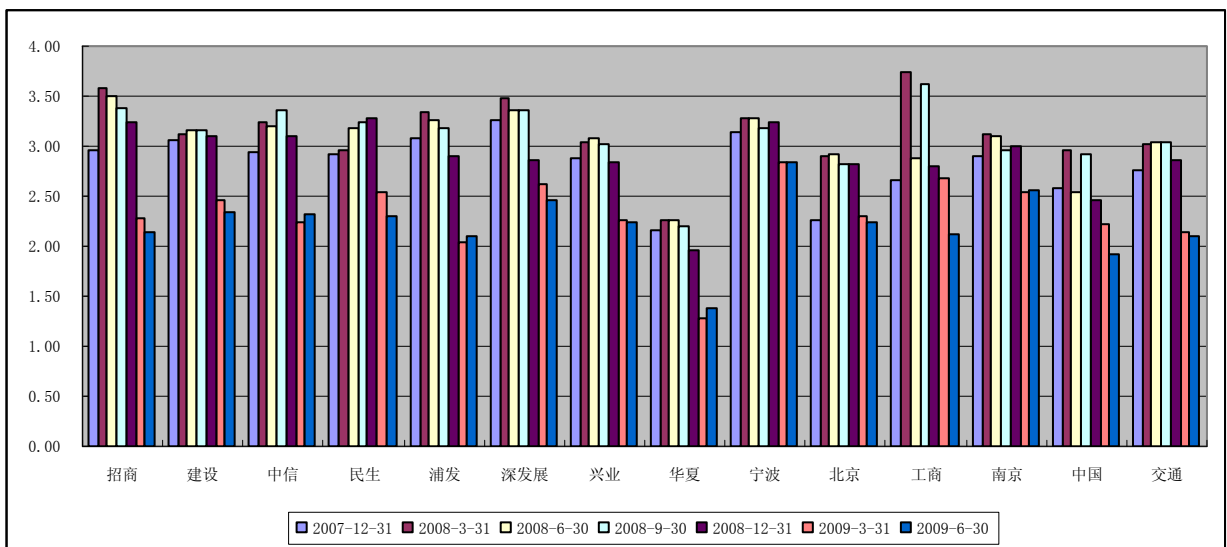
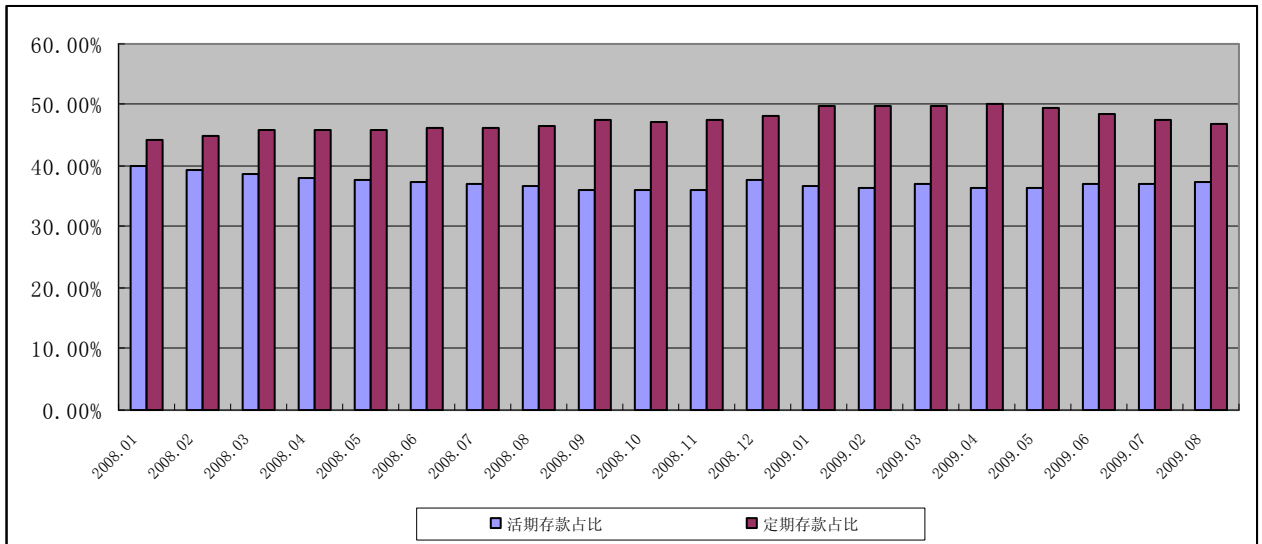


图6 2007Q4-2009Q2 上市银行净利差（单位：%）



未来商业银行的净利差和净息差有望触底企稳。主要理由有：1、09年下半年大量票据贴现将逐步到期，并逐步替换为更加实质性的贷款，这部分资产的收益率有望得到提升。2、如果未来适度宽松的货币政策逐步退出，市场流动性收缩将有助于商业银行提高谈判能力，有利于实际贷款利率的提高，有利于商业银行净利差和净息差的回升。3、通胀预期增强也会使央行采用加息等手段进行宏观调控，如果加息，贷款利率提升幅度更大的不对称加息往往会使商业银行利差提高，增加商业银行的净利息收入和净利润。即使是对称加息，如果在此阶段商业银行出现存款活期化倾向，则商业银行的利差依然有提升空间。4、存款活期化倾向开始显现，有利于商业银行降低资金成本，提高净利差和净息差。事实上，自2009年4月以后，商业银行活期存款占总存款的比重开始逐月提升，而定期存款占比则逐月下降，存款活期化趋势已经有所显现。

图 7 2008.1-2009.8 商业银行活期存款与定期存款占比（单位：%）



目前商业银行在经历了前期净利差和净息差大幅下滑以后，息差收窄速度开始减缓。下半年息差有望见底回升，从而为全年业绩增长提供良好的基础。

预计 09 年下半年银行业资产规模将保持适度扩张，资产质量维持基本平稳，而净息差的企稳回升有望对商业银行下半年业绩起到正面作用。

业务监管与资本监管加强，再融资成为近期关注重点

2009 年 7 月以来，监管机构对上市银行的业务监管和资本监管不断增强。监管机构提出特别防范项目资本金不实或不足风险、票据融资风险、贷款集中度风险和房地产市场风险等新的风险点，并不断督促商业银行加强风险意识。要求商业银行严守资本充足率底线，保持资本充足率在当前水平上的稳定，确保资本构成的质量；严守拨备覆盖率底线，在年内必须将拨备覆盖率提高到 150%以上。

在业务监管方面，监管机构要求严格执行二套房贷标准，防范房地产市场风险，发布《关于进一步加强商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》、《关于进一步规范信用卡业务的通知》、《固定资产贷款管理暂行办法》、《项目融资业务指引》、《流动资金贷款管理暂行办法（征求意见稿）》等多项监管指引办法，对商业银行在个人理财、信用卡、固定资产贷款、项目融资、流动资金贷款等多项具体业务提出规范性要求，上述政策和指引的出台，有利于商业银行增加风险防范意识，促使商业银行更加关注资产质量，提高风险控制能力，有利于银行业的长期健康发展。

在资本监管方面，8 月初银监会根据巴塞爾委员会发布的《新资本协议框架完善意见》等文件，对《商业银行资本充足率监督检查指引》等 7 个监管文件再次进行了修改，并向市场公开征求意见。指引规定，商业银行应当持续满足银监会的最低资本充足率要求。这意味着银监会为防范风险，将严守资本充足率底线，而不允许商业银行因经济周期的变化而降低资本充足率。

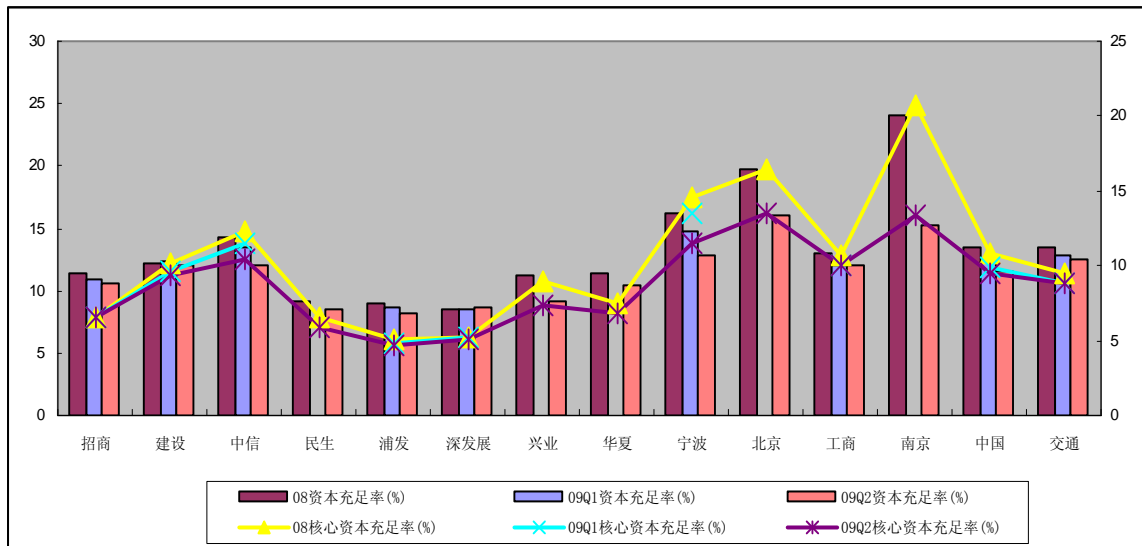
此外，《关于完善商业银行资本补充机制的通知（征求意见稿）》规定，商业银行在计算资本充足率时，应从计入附属资本的次级债务及混合资本债券等监管资本工具中全额扣减本行持有其他银行次级债务及混合资本债券等监管资本工具的额度。资本监管的加强，需要商业银行大规模募集资本金，而次级债计入附属资

本的要求更加严格，又使商业银行补充资本的可行途径进一步集中于通过股权融资等形式补充核心资本，导致市场对商业银行再融资带来的资金压力产生较大恐慌，形成了8月初以来银行股的大幅调整。

9月初银监会对《关于完善商业银行资本补充机制的通知（征求意见稿）》做出适当调整，指出对银行间交叉持有的次级债从附属资本中扣除，将按照“老债老办法，新债新办法”来执行，同时银行互相持有的新增次级债将分年从持有方附属资本中扣除。征求意见稿的调整，对商业银行核心资本的补充压力略有减缓。银行股估值吸引力有所恢复，短期止跌企稳，并走出了9月弱市反弹行情。

我们认为，未来银行业资本监管要求的提高，对不同上市银行的影响也有所分化。部分资本充足率接近监管底线的商业银行面临着迫切补充核心资本的压力，这当中包括近期已经明确提出再融资方案的浦发银行、民生银行、招商银行等；另一方面，前两年陆续上市、资本金较为充足的大型国有商业银行和小型城市商业银行，虽然资本充足率较高，但是其未来的业务扩张也将考虑到持续满足最低资本充足率的要求，因此其未来几年的贷款增速将因受到资本充足率的制约而比市场此前预期略有放缓。

图8 2008-2009Q2 上市银行资本充足率与核心资本充足率（单位：%）



对资本充足率和核心资本充足率的更高要求，意味着未来商业银行信贷快速扩张的历史可能终结，商业银行2010年-2011年贷款增速可能略有放缓，以围绕资本约束为核心的业务扩张将会呈现出更加稳健的态势。

投资策略与投资评级

09年上半年商业银行业绩平平，但是未来商业银行基本面将不断改善，宏观经济从危机中走出并逐渐复苏是其重要的环境保障。未来商业银行贷款增速有所下降，但是净息差快速下降的恶劣形势也在逐步扭转，息差企稳可以为商业银行走出业绩低谷提供新的动力。09年商业银行有望保持10%左右的净利润增长，当前银行业估值合理，从长期看估值有进一步提升的空间，维持“增持”评级。但是当前鉴于市场再融资、创业板发行等种种压力，短期证券市场仍将维持弱市调整。建议投资者密切关注未来国内外宏观经济、货币政策和市场流动性的动态变化，适度波段操作。

在资本监管加强的趋势下，建议投资者重点关注资本充足率较高、未来成长空间较大的小型城市商业银行，如北京银行、南京银行；继续关注盈利能力强、拨备覆盖率高的浦发银行，继续关注管理能力与盈利能力不断提升的深发展；在大型国有商业银行中，继续关注工商银行和建设银行。

表 2 上市银行估值比较

股票名称	09/28 收盘价 (元)	EPS (元)			P/E (倍)			P/B (倍)			投资评级
		08A	09 E	10E	08A	09 E	10E	08A	09 E	10E	
工商银行	4.72	0.33	0.36	0.43	14.30	13.11	10.98	2.61	2.18	1.82	推荐
中国银行	3.84	0.25	0.28	0.33	15.36	13.71	11.64	2.09	1.81	1.57	观望
招商银行	14.46	1.43	0.86	1.03	10.11	16.81	14.04	2.67	2.79	2.32	推荐
浦发银行	19.10	2.21	1.76	2.06	8.64	10.83	9.25	2.59	2.37	1.89	推荐
民生银行	6.50	0.42	0.59	0.71	15.48	11.02	9.15	2.27	1.88	1.56	推荐
华夏银行	10.05	0.70	0.65	0.89	14.36	15.46	11.29	1.83	1.64	1.43	推荐
深发展	19.44	0.20	1.36	1.56	97.2	14.29	12.46	3.68	2.93	2.37	推荐
兴业银行	31.97	2.28	2.47	2.76	14.02	12.95	11.57	3.26	2.61	2.13	推荐
交通银行	8.19	0.58	0.60	0.75	14.12	13.65	10.92	2.77	2.30	1.90	推荐
中信银行	5.54	0.34	0.38	0.48	16.29	14.58	11.66	2.27	1.96	1.68	观望
南京银行	16.92	0.79	0.84	1.15	21.42	20.14	14.71	2.75	2.42	2.08	推荐
宁波银行	12.82	0.53	0.55	0.69	24.19	23.31	18.65	3.64	3.15	2.69	观望
北京银行	15.70	0.87	0.93	1.04	19.32	18.08	16.16	3.10	2.74	2.34	推荐
建设银行	5.53	0.40	0.42	0.54	13.83	13.17	10.24	2.78	2.29	1.87	推荐
平均值	12.80	0.84	0.89	1.07	22.12	14.99	11.96	2.70	2.34	2.01	

资料来源：华泰证券研究所。浦发银行假设年内完成 150 亿元定向增发。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

免责声明：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。