

## 行业深度报告

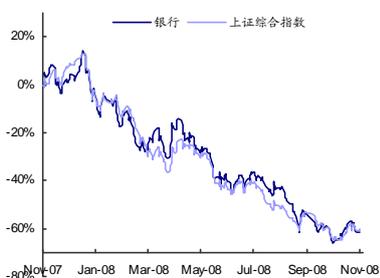
**银行业**
**银行业 2009 年投资策略**
**中性**

(下调评级)

2008 年 12 月 9 日

**本报告的独到之处**

- 从历史对比的角度探讨了本轮海外与国内经济周期的特征,并以此为基点研究了本轮经济周期对银行业趋势的影响。
- 明确指出银行业 09 业绩下滑趋势,并指出趋势性机会出现的前提是经济触底,并有望最早于 09 年下半年出现。

**一年收益率比较**


资料来源: Wind,国信证券经济研究所

**相关研究报告:**

《银行业 08 四季度投资策略: 坚守风险释放过程中的价值底线》

2008 年 10 月 15 日

《银行业 08 中期投资策略: 多重因素交织下回归可持续增长》

2008 年 6 月 26 日

**银行业分析师: 黄飙**

电话: 0755-8213 0833-1868

E-mail: huangbiao@guosen.com.cn

**银行业分析师: 谈煊**

电话: 010-8225 4212

E-mail: tanxuan@guosen.com.cn

**独立性申明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**年度投资策略**

# 政策与趋势角力,景气继续下行

**● 刺激性政策的实施不改银行业在经济下行周期中的被动地位**

在经济下行周期中,银行业处于高度依赖宏观经济走势的较为被动的地位。在外需下滑与国内刺激性政策实施的双重力量之下,09 年中国经济有望于下半年触底,但利率维持历史低位和资产质量持续恶化仍使得银行业在 09 年持续面临较大的经营压力。

**● 息差缩窄和资产质量恶化压力延续全年,09 业绩下滑在所难免**

业绩下滑是经济周期带来的成本,我们预期:(1) 本轮利率周期可能创下历史新低位,息差存在持续缩窄压力,预期 09 年净利息收入仅微幅增长 3.4%; 手续费净收入仍有温和增长,预期 09 年增长 17%; (2) 资产质量压力将遍布 09 全年乃至后年,信贷成本明显上升,大型银行对不良资产的敏感度和暴露时间要优于中小型银行; (3) 行业整体拨备前利润和净利润分别出现-1.5%和-4.8%的小幅负增长。

**● 继续标配银行股,趋势性机会最早出现在下半年,调整行业评级至“中性”**

我们对宏观经济以及行业的中长期前景并不悲观,但基于对 09 年经济和行业业绩走势的判断,我们仍认为 09 上半年银行是压力较大的板块,下调行业评级至“中性”。考虑到板块估值回落到较低水平以及美国经济率先企稳有助于改善市场预期,建议继续标配银行股。银行业趋势性机会到来的前提是国内经济脱离底部并重新步入上升周期,其有望于下半年来临。招商银行仍然是我们对大型银行的首选,但稳健的投资机会需等待短期业绩下滑和收购后续减值风险的释放。北京银行在经济下滑周期中显现其较稳健的贷款结构优势和较强的业绩刚性,是中小型银行的首选。

**重点上市银行盈利预测及投资评级 (截至2008.11.28)**

股票名称	081128 收盘价	P/B(X)			EPS (人民币)			P/E (X)			投资评级
		2008E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E			
工商银行	3.83	2.1	0.35	0.37	0.43	10.8	10.5	8.9	谨慎推荐		
交通银行	4.61	1.5	0.61	0.59	0.64	7.6	7.9	7.2	谨慎推荐		
招商银行	11.68	2.0	1.61	1.47	1.60	7.3	8.0	7.3	谨慎推荐		
浦发银行	11.99	1.8	2.18	2.13	2.22	5.5	5.6	5.4	谨慎推荐		
兴业银行	13.48	1.4	2.39	2.43	2.46	5.6	5.5	5.5	谨慎推荐		
深发展 A	8.99	1.2	1.66	1.45	1.48	5.4	6.2	6.1	谨慎推荐		
北京银行	7.99	1.7	0.88	0.93	1.04	9.1	8.6	7.7	谨慎推荐		

资料来源: 国信证券经济研究所预测, 港股 P/B、P/E 均按港币与人民币汇率 1: 0.88 调整

## 内容目录

摘要 .....	4
政策与趋势角力促使中国经济有望于 09 下半年触底 .....	5
全球经济“返璞归真”—— 较低的增长 + 较低的通胀 .....	5
中国经济 —— 预期最早于 09 年下半年触底.....	6
此轮降息周期底部可能创下历史新低，但基准存贷利差创新低可能性较小 .....	6
下行周期中银行业处于被动地位，09 年业绩出现下滑在所难免 .....	7
08Q3 净利息收入已显现明显增长压力 .....	7
快速大幅降息使得息差快速下滑时间早于预期.....	7
手续费收入亦面临增长压力但仍有温和增长 .....	9
资产质量压力将至少延续至 2010 年 .....	10
09 全年盈利小幅下滑 .....	13
投资建议：继续标配银行股，趋势性机会最早出现在下半年 .....	13
投资风险 .....	14

## 图表目录

图 1: 此轮金融海啸的根源在于监管不足.....	5
图 2: 1989~2007 年中国对外贸易依存度(进出口总额/名义GDP)大幅上升.....	7
图 3: 加权平均基准存贷利差历史走势.....	7
图 4: 美国工业生产同比增速与银行信用卡成本具有较高的负相关性.....	10
图 5: 美国房价与按揭贷款不良率走势比较.....	11
图 6: 香港房价与按揭贷款不良率走势比较.....	11
图 7: 081H上市行不良贷款率(X轴)与信贷成本(Y轴)拟合线.....	12
图 8: 083Q上市行不良贷款率(X轴)与信贷成本(Y轴)拟合线.....	12
表 1: IMF对美国及全部发达国家 2008~2009 年GDP、CPI和失业率预测(%).....	5
表 2: 国信宏观经济研究小组对 08~09 年关键经济指标同比增长率的最新预测(截至 2008.11.28).....	6
表 3: 各家银行资产/负债、利息收入/支出季度环比增速(%)以及净息差、净利差环比变动.....	8
表 4: 银行业前三季生息资产收益率、计息负债计息率及净利差NIS变动....	8
表 5: 07 年 9 月以来金融机构人民币存贷款基准利率调整表(括号内表示该档次利率的调整幅度).....	8
表 6: 上市银行 09 净利息收入增速.....	9
表 7: 部分银行手续费收入变动情况.....	9
表 8: 上市银行 09 手续费净收入增速.....	10
表 9: 081H上市银行开发贷款、按揭贷款占比和不良率情况(%).....	11
表 10: 不良贷款比率上升敏感性分析(假设不良率上升 100bp).....	12
表 11: 1H08 上市银行外币投资类资产(单位:百万元人民币;按美元投资类资产降序排列;招行、交行未公布相关外币投资类明细数据).....	13
表 12: 上市银行 09 拨备前利润、净利润增速(整体法).....	13
表 13: 重点公司盈利预测及估值表(截至 2008.11.28).....	14

## 摘要

在经济下行周期中，银行业处于高度依赖宏观经济走势的较为被动的地位。在外需下滑与国内刺激性政策实施的双重力量之下，09年中国经济有望于下半年见底，但利率水平处于低位以及持续的资产质量压力使得银行业仍面临较大的经营压力。

业绩回落是银行消化经济周期成本的必然结果，息差缩窄和资产质量恶化趋势将延续09全年，使得09整体业绩出现下滑。我们预期：

08Q4的集中降息将使得09上半年息差和净利息收入出现较陡峭的下滑，同时手续费收入增速下滑和拨备增加，带动整体业绩在上半年出现同比明显下滑；但息差缩窄压力在下半年将大为减小；手续费净收入仍有温和增长，预期09年增长17%；

资产质量压力将遍布09全年乃至后年，大型银行不良资产的明显暴露要晚于中小型银行；行业整体拨备前利润和净利润分别出现-1.5%和-4.8%的负增长。其中工行、北京和南京银行由于较低的对息差和资产质量波动的敏感性有望获得小幅的正增长。

我们对宏观经济以及行业的中长期前景并不悲观，若中国经济有望于09下半年见底，尽管利率和息差仍将维持较低水平，但经济趋势的好转将改善我们对资产质量恶化的预期。在经济脱离底部、重新步入上升周期之下，银行盈利有望开始实现环比正增长，行业趋势性机会有望到来。

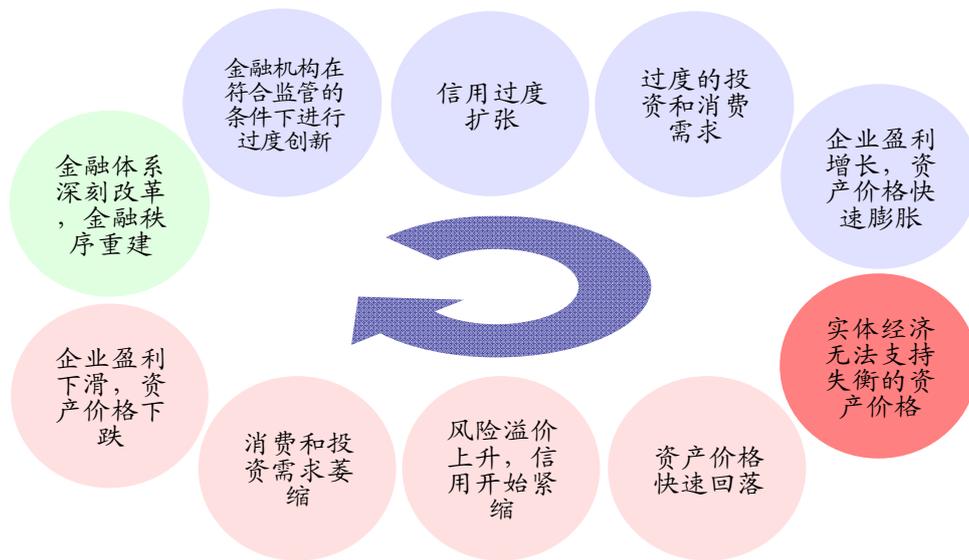
在整个行业周期中，大型银行的防御性和估值水平预期将持续高于中小型银行，但超额收益更可能存在于风险被高估的中小型银行。招商银行仍然是我们对大型银行的首选，但稳健的投资机会需等待短期业绩下滑和收购后续减值风险的释放。北京银行在经济下滑周期中显现其较稳健的贷款结构优势和较强的业绩刚性，是稳健投资者的中小型银行首选。

## 政策与趋势角力促使中国经济有望于 09 下半年触底

### 全球经济“返璞归真”—— 较低的增长 + 较低的通胀

金融海啸产生的影响难以估量，但可以肯定的是，以过度的信贷膨胀来拉动需求的增长模式已经崩溃，金融机构需经历较长的“去杠杆化”过程，这将对经济产生较强的抑制作用。

图 1: 此轮金融海啸的根源在于监管不足



数据来源: Wind 资讯, CEIC, 国信证券经济研究所

IMF 在《2008 世界经济展望》中通过实证分析历史上 113 次金融危机（涵盖了货币危机、股市危机和银行危机）后发现：1. 有金融危机为先导的经济下滑幅度和持续时间要显著大于无金融危机先导的经济下滑，超出的幅度大约为 2 个百分点。2. 若该金融危机涉及银行危机，则经济下滑幅度更大，且持续时间更长，平均持续时间可达到 8 个季度。

因此，此轮全球金融危机的代价可能是持续 1~2 年的偏低的经济增长甚至衰退，同时伴随着较低的通胀率以及较高的失业率。美国以及其他发达国家在 09 年将陷入明显衰退基本成为定局。

表 1: IMF 对美国及全部发达国家 2008~2009 年 GDP、CPI 和失业率预测 (%)

	美国		全部发达国家	
	2008	2009	2008	2009
真实 GDP	1.4	-0.7	1.4	-0.3
CPI	4.2	1.8	3.6	1.4
失业率	5.6	6.9	5.7	6.5

数据来源: IMF, 国信证券经济研究所

## 中国经济 — 预期最早于 09 年下半年触底

尽管中国未发生银行危机,但由于中国的对外依存度(对外贸易总额与 GDP 比例)已经超过 70%,海外经济衰退仍将对中国经济产生重大负面影响。但与此同时,基于过去的经验,管理层果断出台大规模刺激内需的政策,这使得 09 年中国经济走势具有不确定性。

根据国信宏观经济研究小组的判断,国内经济目前处于周期回落的中期阶段,未来一年内的下行趋势比较明确,筑底时间预期在 09 年下半年或 2010 上半年。对 09 年经济走势,关注的重点在于欧美经济的走势以及国内刺激性政策的效果显现的时点和幅度,预期 09 年仍会有 8.8% 的 GDP 增长,与此同时通胀率明显回落。

**表 2: 国信宏观经济研究小组对 08~09 年关键经济指标同比增长率的最新预测(截至 2008.11.28)**

%	2008	2009
<b>真实 GDP</b>	9.8	8.8
工业增加值	13.5	12.5
固定地址投资	26.8	26.5
社会消费品零售	20	14
<b>CPI</b>	5.8	2.5
<b>PPI</b>	6.5	3.5

数据来源: 国信证券经济研究所

### 此轮降息周期底部可能创下历史新低,但基准存贷利差创新低可能性较小

毫无疑问,存贷款基准利率仍处于下行通道,其真正的底部位置仍需要观察,而且央行在执行货币政策时无疑也是相机行事。从美国和中国的历史经验来看,利率周期的底部通常要晚于经济周期的底部出现,原因是利率对实体经济发生作用需要一定作用时间。

98-99 年我国同样经历了一个较完整的经济周期和利率周期,但由于当前的经济环境和微观企业与 98 年有很大不同,因此亦不能简单照搬。

对比 98 年周期的宏观和微观环境,我们认为最主要的两个区别:

1. 当前的对外依存度比起 10 年前有了大幅的上升,这使得海外经济衰退对我国的影响程度大大加深,需要的政策力度也大为加强。
2. 微观上,企业库存率有了显著下降,存货周转率显著上升,企业对经济波动的抵御能力加强。

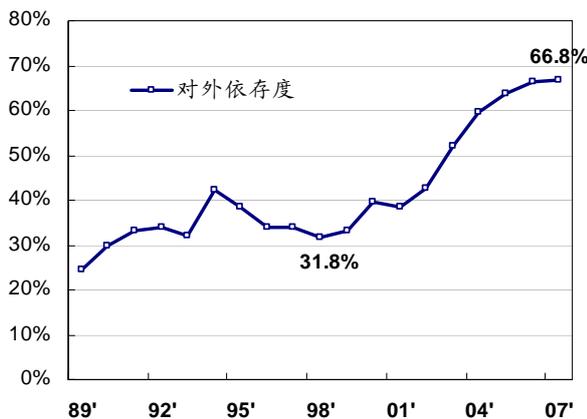
上述两个因素中,对外依存度因素显然是更重要的因素,近期经济的下滑动能也超出历史水平,因此我们预期:

1. 此轮经济周期所需的政策力度大于 98 年,预期一年期贷款利率可能将达到历史新低,即低于 5.5%、靠近 5.0% 的水平。若未来几个月经济数据继续恶化,则明年上半年很有可能继续降息,幅度可能会超过 50bp,从而使得一年期基准利率达到 5% 以下的历史新低水平。

2. 存贷利差继续缩小的空间大为缩窄，后续降息为结构性的可能性更大，单边降息的可能性较小：

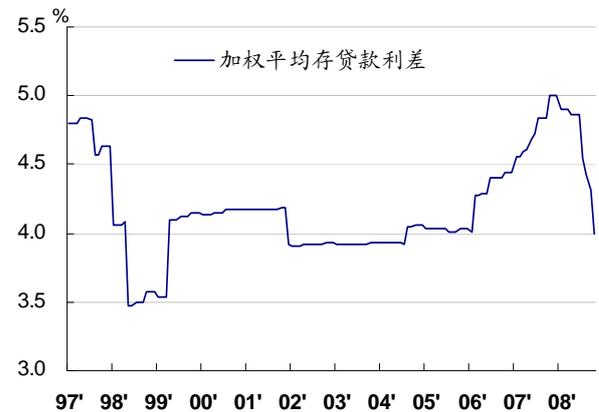
- a) 尽管离历史最低的 98-99 年还有一定差距，但目前的存贷利差水平（约 4%）距离 98 年的低点（约 3.5%）已不遥远；
- b) 通胀率预期将显著下降，存款利率下调空间打开；
- c) 保护处于较大经营压力下的银行业，活期存款利率不再“雷打不动”。

图 2: 1989~2007 年中国对外贸易依存度（进出口总额/名义 GDP）大幅上升



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 3: 加权平均基准存贷利差历史走势



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所

## 下行周期中银行业处于被动地位，09 年业绩出现下滑在所难免

### 08Q3 净利息收入已显现明显增长压力

08 年三季报已经开始显现净息差高位回落给净利息收入带来的压力（见表），整体净利息收入环比与 Q2 基本持平。息差主要压力来自于资金成本的上升（见后表 3 和 4）：

- 1. 除深发展外，资金成本均延续不同幅度的攀升，国有银行的计息负债付息率向 2.2% 靠近，股份制银行向 3% 靠近。
- 2. 资产收益率持平或小幅下降，但交行、民生、中信、华夏和北京银行仍取得较明显的上升。

### 快速大幅降息使得息差快速下滑时间早于预期

08 年 9 月份以后集中进行了 5 次降息，降息幅度将近 200bp（见后表 5）；降息和存贷利差缩小的速度与 98 年周期相仿，存贷利差迅速缩小约 100bp，比 98 年周期少大约 30bp。

我们预期 09 年生息资产规模有 11%~22%的温和扩大, 同时息差有 5%~12%的缩窄, 净利息收入比 08 年仅有 3.4%的微幅增长(整体法, 见表 6)。

**表 3: 各家银行资产/负债、利息收入/支出季度环比增速(%) 以及净息差、净利差环比变动**

项目	Q3 比 Q2 变动					NIM			Q3 比 Q2 +/- bp
	平均生息资产	平均计息负债	利息收入	利息支出	净利息收入	1Q08	2Q08	3Q08	
工商银行	1.6	1.4	2.8	8.5	-1.1	3.03%	2.96%	2.91%	-5
建设银行	3.7	3.2	4.2	10.3	0.8	3.27%	3.27%	3.24%	-3
中国银行	2.0	1.4	2.7	6.1	0.0	2.77%	2.71%	2.68%	-4
交通银行	4.8	5.1	8.2	14.2	3.7	3.17%	3.07%	3.02%	-4
招商银行	4.2	5.9	0.4	10.7	-4.7	3.56%	3.56%	3.46%	-10
民生银行	3.5	1.2	1.3	2.6	0.1	2.81%	3.02%	3.05%	3
中信银行	0.6	0.1	2.2	5.7	0.0	3.43%	3.37%	3.45%	8
浦发银行	7.7	7.5	5.7	3.4	7.8	3.27%	3.22%	3.20%	-2
兴业银行	3.0	1.3	3.3	8.4	-1.8	2.99%	3.04%	2.95%	-8
华夏银行	4.9	3.1	9.5	19.9	-1.9	2.78%	2.81%	2.76%	-5
深发展	3.4	3.4	-0.6	-1.6	0.6	3.32%	3.15%	3.06%	-8
北京银行	6.0	6.1	5.6	0.7	9.3	2.99%	2.99%	3.02%	3
南京银行	3.2	2.8	1.6	7.5	-3.0	3.20%	3.13%	2.96%	-17
宁波银行	9.7	10.1	8.7	6.9	10.3	3.49%	3.50%	3.38%	-12
<b>整体法平均</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>3.5</b>	<b>8.4</b>	<b>0.2</b>	--	--	--	--
<b>算术平均</b>	<b>4.2</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>	<b>7.4</b>	<b>1.4</b>	<b>3.15%</b>	<b>3.13%</b>	<b>3.08%</b>	<b>-5</b>
国有银行平均	3.0	2.8	4.5	9.8	0.9	3.06%	3.00%	2.96%	-4
股份制行平均	3.9	3.2	3.1	7.0	0.0	3.17%	3.17%	3.13%	-3
城商行平均	6.3	6.4	5.3	5.1	5.5	3.23%	3.21%	3.12%	-9

资料来源: 公司报表, 国信证券经济研究所  
注: NIM 根据期末余额计算

**表 4: 银行业前三季生息资产收益率、计息负债计息率及净利差 NIS 变动**

项目	生息资产 收益率			Q3 比 Q2	计息负债 付息率			Q3 比 Q2 +/- bp	NIS			Q3 比 Q2 +/- bp
	1Q08	2Q08	3Q08		1Q08	2Q08	3Q08		1Q08	2Q08	3Q08	
国有银行平均	4.96%	4.96%	4.98%	2	2.05%	2.10%	2.16%	7	2.91%	2.86%	2.81%	-4
股份制行平均	5.74%	5.80%	5.81%	1	2.77%	2.83%	2.89%	6	2.97%	2.97%	2.92%	-5
城商行平均	5.24%	5.48%	5.41%	-6	2.27%	2.53%	2.55%	2	2.98%	2.94%	2.86%	-8
<b>平均</b>	<b>5.41%</b>	<b>5.49%</b>	<b>5.49%</b>	<b>0</b>	<b>2.45%</b>	<b>2.56%</b>	<b>2.61%</b>	<b>5</b>	<b>2.96%</b>	<b>2.93%</b>	<b>2.88%</b>	<b>-5</b>

资料来源: 公司报表, 国信证券经济研究所  
注: 收益率与付息率根据期末余额计算

**表 5: 07 年 9 月以来金融机构人民币存贷款基准利率调整表 (括号内表示该档次利率的调整幅度)**

	07.9.15 调整后	07.12.21 调整后	08.9.16 调整后	08.10.9 调整后	08.10.27 调整后	08.10.30 调整后	08.11.27 调整后
<b>一、城乡居民和单位存款</b>							
(一) 活期存款	0.81 (0bp)	0.72 (9 bp)	0.72( 0 bp)	0.72( 0 bp)	0.72(0 bp)	0.72( 0 bp)	0.36( 36 bp)
(二) 整存整取定期存款							
三个月	2.88 (27bp)	3.33 (45 bp)	3.33(0 bp)	3.15(18 bp)	3.15(0 bp)	2.88(27 bp)	1.98( 90 bp)
半年	3.42 (27bp)	3.78 (36 bp)	3.78(0 bp)	3.51(27 bp)	3.51(0 bp)	3.24(27 bp)	2.25( 99 bp)
一年	3.87 (27bp)	4.14 (27 bp)	4.14(0 bp)	3.87(27 bp)	3.87(0 bp)	3.60(27 bp)	2.52(108 bp)
二年	4.50 (27bp)	4.68 (18 bp)	4.68(0 bp)	4.41(27 bp)	4.41(0 bp)	4.14(27 bp)	3.06(108 bp)
三年	5.22 (27bp)	5.40 (18 bp)	5.40(0 bp)	5.13(27 bp)	5.13(0 bp)	4.77(36 bp)	3.60(117 bp)
五年	5.76 (27bp)	5.85 (9 bp)	5.85(0bp)	5.58(27 bp)	5.58(0 bp)	5.13(45 bp)	3.87(126 bp)
<b>二、各项贷款</b>							

六个月	6.48 (27bp)	6.57 (9 bp)	6.21(36 bp)	6.12( 9 bp)	6.12(0 bp)	6.03( 9 bp)	5.04( 99 bp)
一年	7.29 (27bp)	7.47 (18 bp)	7.20(27 bp)	6.93(27 bp)	6.93(0 bp)	6.66(27 bp)	5.58(108 bp)
一至三年	7.47 (27bp)	7.56 (9 bp)	7.29(27 bp)	7.02(27 bp)	7.02(0 bp)	6.75(27 bp)	5.67(108 bp)
三至五年	7.65 (27bp)	7.74 (9 bp)	7.56(18 bp)	7.29(27 bp)	7.29(0 bp)	7.02(27 bp)	5.94(108 bp)
五年以上	7.83 (27bp)	7.83 (0 bp)	7.74( 9 bp)	7.47(27 bp)	7.47(0 bp)	7.20(27 bp)	6.12(108 bp)
<b>三、个人住房公积金贷款</b>							
五年以下(含五年)	4.77 (18bp)	4.77 (0 bp)	4.59(18 bp)	4.32(27 bp)	4.05(27 bp)	4.05( 0 bp)	3.51( 54 bp)
五年以上	5.22 (18bp)	5.22 (0 bp)	5.13( 9 bp)	4.86(27 bp)	4.59(27 bp)	4.59( 0 bp)	4.05( 54 bp)

数据来源：中国人民银行 国信证券经济研究所

**表 6: 上市银行 09 净利息收入增速 (金额单位: 百万元人民币)**

	08 净利息收入	09 净利息收入	同比增长
国有银行	713,881	733,911	2.8%
股份制及城商行	174,064	184,397	5.9%
<b>整体银行板块</b>	<b>887,946</b>	<b>918,308</b>	<b>3.4%</b>

数据来源：国信证券经济研究所

### 手续费收入亦面临增长压力但仍有温和增长

经济下滑一方面导致企业金融服务需求萎缩，另一方面导致资本市场低迷，居民理财需求下降。但我们认为 08Q2 以来的居民理财需求持续下滑的趋势有望触底回暖，原因是股指已经降到可投资区域，存款利率也快速走低，将促使居民对金融资产进行重新配置。

我们预期 09 年行业的手续费净收入将有约 17% 的较快增长，其中国有银行增长约 16%，股份制及城商行增长 23% (见表 8)。

**表 7: 部分银行手续费收入变动情况**

个人中间业务收入增速显著放缓	H1/07	H2/07	H1/08	Q3/08	最近两个报告环比%
工行 个人理财	5,939	9,514	6095	--	-35.9%
交行 基金销售	1,018	1,177	671	102	-69.6%
资产托管	180	349	359	141	-21.4%
基金管理费	248	366	335	133	-20.6%
深发展 代理业务	25	62	51	9	-64.7%
中行 托管与其他受托业务	485	895	840	--	-6.1%
中信 理财服务与顾问咨询	132	731	496	--	-32.1%
<b>对公中间业务收入增长部分弥补了个人中间业务收入的放缓</b>					
工行 投资银行	2,345	2,160	4,822	--	123.2%
担保与承诺	344	218	1,116	--	411.9%
建行 担保与信用承诺	417	646	1,727	--	167.3%
交行 担保与承诺	188	211	599	132	-55.9%
民生 融资顾问	523	613	1,688	--	175.4%
信用承诺	105	193	378	--	95.5%
浦发 信用承诺	198	243	341	--	40.3%
<b>行业手续费收入</b>	<b>56,986</b>	<b>70,666</b>	<b>89,219</b>	<b>39,118</b>	<b>-12.3%</b>

资料来源：公司报表，国信证券经济研究所

表 8: 上市银行 09 手续费净收入增速 (金额单位: 百万元人民币)

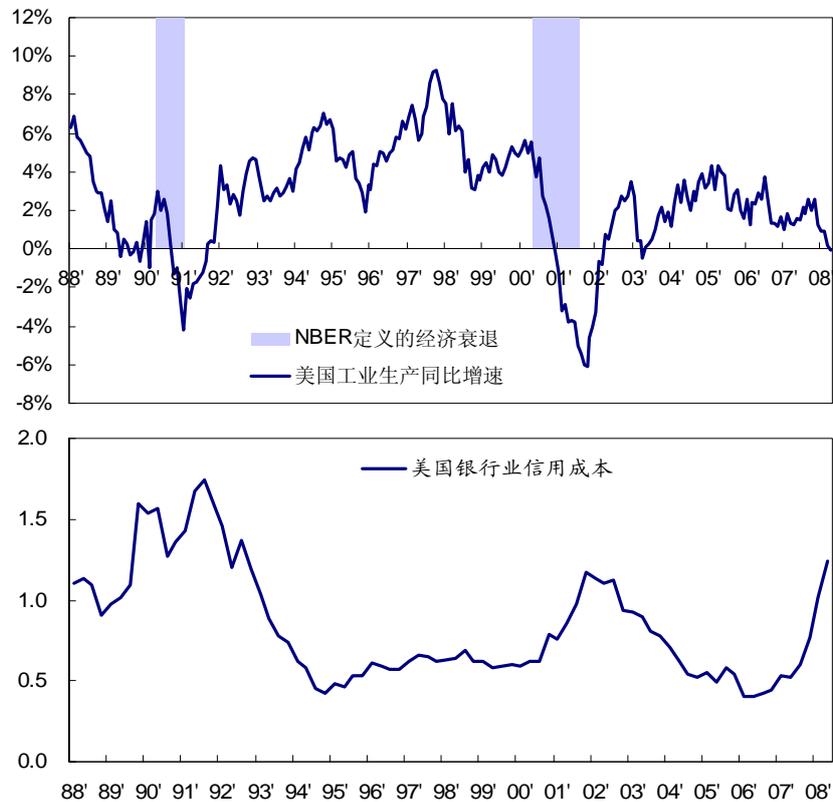
	08 净手续费收入	09 净手续费收入	同比增长
国有银行	137,383	159,166	15.9%
股份制及城商行	24,915	30,708	23.3%
整体银行板块	162,298	189,874	17.0%

数据来源: 国信证券经济研究所

### 资产质量压力将至少延续至 2010 年

从银行业的经营特点和国外的历史经验显示, 信贷成本的持续上升将延续至经济周期的后期, 此轮国内经济周期见底最早在 09 年下半年, 由于不良资产计量以及部分贷款实行展期的技术性原因, 目前银行资产质量的压力仍未充分暴露。

图 4: 美国工业生产同比增速与银行信用成本具有较高的负相关性



数据来源: CEIC, 美联储, 国信证券经济研究所

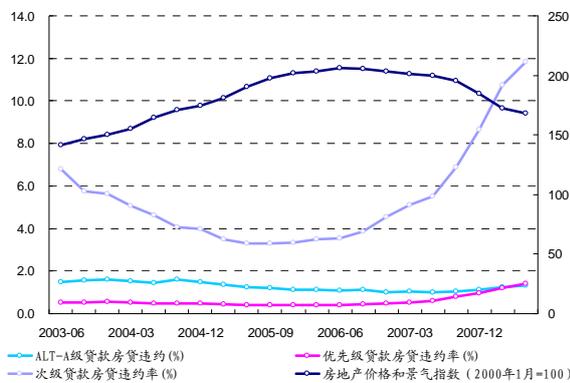
### 1. 房地产贷款: 规模收缩适度缓解了开发贷款质量压力, 按揭贷款仍将是贷款需求下降环境中银行追逐的优质资产

从房地产类贷款随房价的走势我们看出, 销售高峰出现在开发类贷款增速高点后一年半以后, 并先于房价出现拐点, 房地产市场低迷带来了开发贷款的供需的同向下降, 单月新增房地产开发资金下降同时贷款融资方式的占比也在同步下降, 银行逐步退出房地产企业风险。尽管 08 年以来全国房地产新竣工面积低于新增销售面积, 但这仅仅意味着未来的存货将逐步减少, 但房地产企业现金流

趋紧、偿债能力的下降仍是不争的事实。源于年新增土地购置面积和金额均在去年达到最高，在房地产销售情况不出现整体性回暖的情况下，开发商现金流的困境将持续恶化至 09 年（购买土地资金分三年支付）。开发商贷款规模的整体收缩一定程度上缓解了开发贷款未来资产质量的压力。

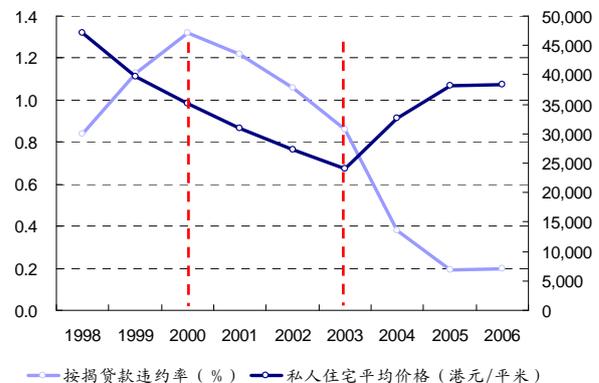
美国次债带来的巨大金融风暴增强了市场对于房价下跌周期中住房按揭贷款资产质量的恐惧心理，但剔除次级类贷款后，我们发现，美国优先级和 ALT-A 级贷款并未与房地产价格呈现明显的反向走势；同时观测香港相关数据，在 98 年后持续近五年的房价暴跌过程中按揭贷款违约率的上升仅维持两年，且最高点也仅为 1.4% 左右，随即更连续回落至当前 0.05% 的极低水平。从部分上市银行在财报中提供的分行业不良率数据（表）中也不难看出这一点。

图 5：美国房价与按揭贷款不良率走势比较



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 6：香港房价与按揭贷款不良率走势比较



数据来源：香港金融管理局、房屋委员会及房屋署，国信证券经济研究所

由于风险分散和个人现金流的相对连续性，加之中国与西方消费观念的差异（住房按揭贷款实际平均还款年限为 5-7 年），按揭贷款无论相对收益能力还是从风险角度仍将是未来整体贷款需求下降、资产质量压力增大周期中的银行竞相争夺的优质资产，我们认为央行的房贷优惠利率政策终将全行业推行。

表 9：081H 上市银行开发贷款、按揭贷款占比和不良率情况 (%)

	工行	建行	中行	交行	招行	民生	中信	浦发	兴业	华夏	深发	北京	南京	宁波
<b>贷款占比</b>														
开发贷占比	7.8	9.4	8.1	6.2	5.8	14.4	8.0	9.8	14.3	6.2	6.8	12.0	9.8	3.6
按揭贷款占比	13.5	16.5	19.1	12.0	18.6	14.5	10.2	14.3	26.3	7.7	25.6	7.6	9.8	16.9
合计	21.3	25.9	27.2	18.2	24.4	28.9	18.2	24.1	40.6	13.9	32.4	19.6	19.6	20.5
<b>不良率</b>														
开发贷不良率	2.4	4.2	--	--	2.7	--	1.5	--	--	--	10.3	--	--	--
个人贷款不良率	1.1	1.2	--	--	0.6	--	0.8	--	--	--	0.8	--	--	--

资料来源：公司报表，国信证券经济研究所

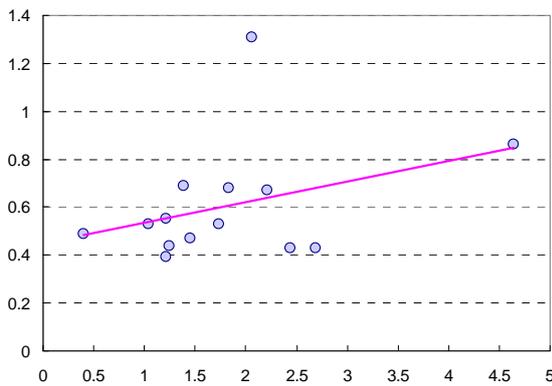
注：深发展绝大部分为 05 年前发放的历史问题贷款

根据 08 年中报的数据，自 08 年以来各上市银行房地产类贷款占比较年初均有不同程度的降低，截至 6 月开发贷款和住房按揭贷款平均占比分别在 8.7%、15.2%，其中民生、兴业、北京的开发贷款和兴业、深发展的住房按揭贷款占比

分别高于 10%和 20%，兴业的房地产类贷款甚至占到总贷款的 40%以上，未来的资产质量压力和房贷新政策对息差的缩窄压力较大。

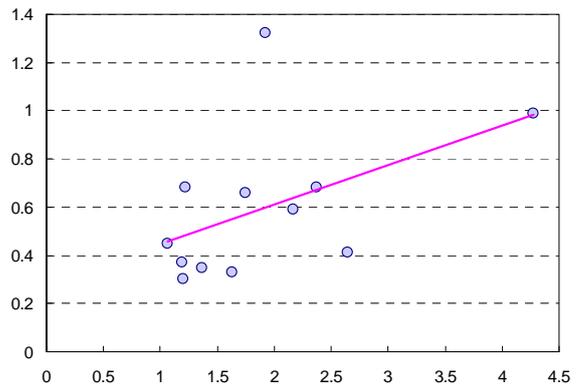
下图中 08 年三季度末上市银行的不良贷款率与信贷成本拟合线倾斜度加大，说明信贷成本的相对强度略有增强，在体现了上市行管理层对于未来资产质量走势的基本判断的同时，也在一定程度上预示了资产质量压力对净利润的侵蚀力度的刚性上涨。对不良率对净利润敏感性分析表明，工商银行和城商行具有较低的对资产压力的敏感度，主要原因是其具有较低的存贷比（表 10）。

图 7: 081H 上市行不良贷款率 (X 轴) 与信贷成本 (Y 轴) 拟合线



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所

图 8: 083Q 上市行不良贷款率 (X 轴) 与信贷成本 (Y 轴) 拟合线



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所

表 10: 不良贷款比率上升敏感性分析 (假设不良率上升 100bp)

	工商	建设	交通	招商	华夏	浦发	兴业	民生	深发展	北京	宁波	南京
08Q3 不良贷款率	2.37%	2.17%	1.75%	1.20%	1.92%	1.19%	1.06%	1.22%	4.28%	1.63%	0.40%	1.39%
09 年不良贷款率	3.37%	3.17%	2.75%	2.20%	2.92%	2.19%	2.06%	2.22%	5.28%	2.63%	1.40%	2.39%
09 年贷款假设	4,963,908	4,078,516	1,489,630	891,320	396,165	730,091	519,812	688,631	305,667	212,872	55,616	43,036
09 年不良贷款余额	167,284	129,289	40,965	19,609	11,568	15,989	10,708	15,288	16,139	5,599	779	1,029
08 年:												
不良贷款余额	111,202	80,491	24,731	10,307	7,745	8,023	5,500	8,331	10,868	3,018	234	603
08 年税前利润假设	153,599	135,557	38,636	30,721	5,496	14,792	15,100	14,826	5,215	7,037	1,608	1,747
09 年:												
新增不良贷款	56,082	48,798	16,234	9,302	3,823	7,966	5,208	6,957	5,271	2,580	544	425
新增不良拨备率假设	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
计提拨备	(39,257)	(34,159)	(11,364)	(6,511)	(2,676)	(5,576)	(3,646)	(4,870)	(3,690)	(1,806)	(381)	(298)
拨备前原预测	201,856	158,213	49,070	33,306	9,767	19,209	19,451	17,537	7,440	7,975	2,112	2,086
税前利润	162,599	124,054	37,706	26,795	7,090	13,633	15,805	12,667	3,750	6,169	1,730	1,788
税前利润同比增速	5.86%	-8.49%	-2.41%	-12.78%	29.01%	-7.84%	4.67%	-14.56%	-28.09%	-12.35%	7.62%	2.37%

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所

## 2. 外币投资类资产：依旧高悬的达摩克利斯剑

今年 9 月中旬作为全球第四大投行的雷曼兄弟破产带来世界震惊的同时也给中国银行业带来了相当的震动，多家上市银行在三季度为雷曼相关资产按 80 - 100%的比例进行了计提，但全球经济的衰退、美国整个金融系统堪忧的前景使未暴露的外币投资类资产风险依然较大，尤其是在 A、H 股同时上市的六家银行——中行、工行、建行、交行、招行、中信由于境外融资额不能及时结汇并转

回境内，使外币资产整体规模相对偏大，未来更具不确定性。

**表 11: 1H08 上市银行外币投资类资产 (单位: 百万元人民币; 按美元投资类资产降序排列; 招行、交行未公布相关外币投资类明细数据)**

	中行	建行	工行	中信	民生	兴业	北京	华夏	深发展	浦发	南京	宁波
美元投资类资产	413,945	173,195	166,175	32,290	9,369	3,318	2,258	1,917	553	524	332	7
外币投资类资产	692,428	197,298	188,742	37,376	9,506	3,773	2,258	2,144	541	524	--	--

资料来源: 公司报表, 国信证券经济研究所

### 09 全年盈利小幅下滑

在各项收入增长下滑、资产质量恶化带来信用成本上升压力下，预期 09 年拨备前利润和净利润将出现-1.5%和-4.8%的下滑，其中工行、北京、南京和兴业银行有望出现小幅的正增长，主要由于其较低的存贷比使得其对息差以及资产质量的敏感度较低。

**表 12: 上市银行 09 拨备前利润、净利润增速 (整体法; 金额单位: 百万元人民币)**

	08 拨备前利润	09 拨备前利润	同比增长	08 净利润	09 净利润	同比增长
国有银行	535,212	524,726	-2.0%	325,966	311,300	-4.5%
股份制及城商行	117,639	118,441	0.7%	75,617	71,082	-6.0%
整体银行板块	652,852	643,167	-1.5%	401,583	382,381	-4.8%

数据来源: 国信证券经济研究所

## 投资建议: 继续标配银行股, 趋势性机会最早出现在下半年

尽管刺激性政策的大规模实施将抵消一部分外需下滑的影响，而且银行板块的估值水平也回落到历史低位，但我们仍认为上半年银行将是压力较大的板块，原因主要是：

- 由于经济运行具有惯性，而且根据以往经济周期的经验，积极财政政策的大规模实施需要一定时滞，中国经济以及行业趋势的触底最早也在下半年；
- 由于银行经营的特点以及国外历史经验，资产质量压力将遍布整个经济下行周期甚至更晚；
- 上半年将呈现业绩同比下滑明显，先于刺激性政策的大规模实施以及经济趋势的好转。

我们对宏观经济以及行业的中长期前景并不悲观，根据国信宏观经济小组的判断，在扩张性政策刺激下，中国经济有望于 09 年下半年见底，尽管利率和息差仍将维持较低水平，但低利率环境下经济趋势的好转将改善我们对资产质量恶化的预期，因此仍建议继续标配银行股。在经济脱离底部、重新步入上升周期之下，银行盈利有望开始实现环比正增长，行业趋势性机会有望到来。

在整个行业周期中，大型银行的防御性和估值水平预期将持续高于中小型银行，但超额收益更可能存在于风险被高估的中小型银行。招商银行仍然是我们对大型银行的首选，但稳健的投资机会需等待短期业绩下滑和收购后续减值风险的释放。北京银行在经济下滑周期中显现其较稳健的贷款结构优势和较强的业绩刚

性，是稳健投资者的中小型银行首选。

## 投资风险

### ■ 行业风险：欧美和国内经济走势坏于预期

宏观经济走势是影响银行板块的最重要因素，欧美经济下滑坏于预期是我国经济最大的外部风险，此外刺激性政策的实施和对产业链发生作用需要一定时间，经济下行周期的延长将使得市场利率进一步下降和银行信贷成本加速上升。

### ■ 个体风险

银行板块是受大小非影响较深的板块；招商银行收购永隆银行形成的商誉可能面临减值。

表 13：重点公司盈利预测及估值表（截至 2008.11.28）

公司名称	公司代码	收盘价	EPS			P/E			P/B			评级
			08	09	10	08	09	10	08	09	10	
工商银行	601398	3.83	0.35	0.37	0.43	10.8	10.5	8.9	2.1	1.9	1.7	谨慎推荐
建设银行	601939	4.15	0.45	0.42	0.47	9.3	9.9	8.8	2.0	1.8	1.6	中性
中国银行	601988	3.11	0.29	0.25	0.27	10.7	12.6	11.4	1.6	1.5	1.4	中性
交通银行	601328	4.61	0.61	0.59	0.64	7.6	7.9	7.2	1.5	1.4	1.2	谨慎推荐
招商银行	600036	11.68	1.61	1.47	1.60	7.3	8.0	7.3	2.0	1.7	1.5	谨慎推荐
民生银行	600016	4.01	0.59	0.48	0.51	6.8	8.3	7.8	1.3	1.1	1.0	中性
浦发银行	600000	11.99	2.18	2.13	2.22	5.5	5.6	5.4	1.8	1.4	1.1	谨慎推荐
兴业银行	601166	13.48	2.39	2.43	2.46	5.6	5.5	5.5	1.4	1.1	0.9	谨慎推荐
华夏银行	600015	7.29	1.02	1.01	1.15	7.1	7.2	6.4	1.8	1.6	1.3	中性
深发展 A	000001	8.99	1.66	1.45	1.48	5.4	6.2	6.1	1.2	1.0	0.9	谨慎推荐
北京银行	601169	7.99	0.88	0.93	1.04	9.1	8.6	7.7	1.7	1.5	1.3	谨慎推荐
南京银行	601009	8.40	0.81	0.85	0.87	10.4	9.9	9.6	1.5	1.3	1.2	中性
宁波银行	002142	6.76	0.54	0.46	0.52	12.5	14.5	13.0	1.9	1.6	1.4	中性

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 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。

**国信证券经济研究所**

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
基础化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严平	电力行业高级分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 王军清
房地产行业分析师 陈林	银行业分析师 谈焱	银行业分析师 黄飙
保险行业分析师 武建刚	证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平
IT行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄茂	策略分析师 崔嵘
纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉
房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张如
基金分析师 杨涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	

**国信证券经济研究所机构销售部**

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456