

中性/维持

银行业：定期报告将带来投资机会

——2009年3月投资策略

投资摘要：

- 3月和4月，将是08年报和09年一季报密集发布期。定期报告公布时间的重合，将蕴藏部分投资机会。
- 部分经济指标释放积极信号和1季度超量贷款规模，减弱了市场对银行业未来发展的担忧。然而国际经济形势有恶化趋势，国内经济没有强力反弹迹象，内外因素继续压制银行业向上发展。银行业09年虽资产质量压力有所减弱，净息差将基本保持稳定，贷款规模保持高位，但系统性风险将削弱这些渐趋稳定的利好要素。因此，继续维持银行业中性的投资评级。
- 银行业放贷习惯一般为每年第一季度为最多，每季度第一个月为最多，这种行业习惯使银行业资金分布呈前高后低态势，后续时间银行贷款规模将逐步收缩。目前贷款结构里票据贴现占比过大且有套利机会，居民储蓄存款继续增加且定期化趋势没有改变，这两方面均加大了银行的资金使用成本，削弱了前期“以量补价”提升利息收入的作用。
- 市场风险和经营风险依旧存在，对银行的资产质量和持续发展带来压力。经济危机下，在关注上市银行获利能力情况下，更应关注上市银行资产质量，以追求资产质量改善来换取银行的安全性。
- 对于投资品种的选择，我们遵循年报与季报叠加可能产生投资机会的逻辑。考虑的第一点是在满足监管层拨备覆盖率130%和150%标准基础上，08年上市银行拨备覆盖率超过监管水平的幅度。超出越多，需要继续计提拨备压力较小，09年就可释放出部分利润；第二点是08年上市银行每季度净利润下降的幅度。08年净利润每季度呈平缓下降，说明上市银行在经营上比较稳健，09年则其利润持续增长有保证；第三点是08年上市银行净息差保持较高水平，且09年“量能补价”者；第四点是08年中间业务占比较大者，且09年能继续保持较高增速者。基于这四点，我们重点关注的上市银行是工商银行、深发展、浦发银行、招商银行、北京银行。

王保伦

东兴证券研究所

010-66555295

wblun@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街5号

新盛大厦B座12层

邮编：100032

银行业指数走势图



相关研究报告

1. 银行业：配置政策受益品种——2009年度报告（08-12-18）
2. 银行业：转变带来阶段性机会——2009年3月投资策略

目 录

1. 经济显回暖迹象，但未给银行业强力支撑	4
1.1 指标重回正增长，显示经济向好迹象.....	4
1.2 指标正负增长起伏，预示经济未来走势未明.....	4
1.3 经济通缩压力正在加大，不利银行业发展.....	5
2. 井喷资金量后劲不足，难以形成持续动能	6
2.1 力度加大，央行开始加快资金回收.....	6
2.2 起点过高，后续过量资金难以为续.....	6
2.3 贴现过多，贷款结构面临调整压力.....	7
3. 银行风险：才下心头，却上眉头	8
3.1 才下心头：08 年银行业运行健康.....	8
3.2 却上心头：09 年银行风险依然存在.....	8
4. 回归基本面，业绩决定未来走势	9
4.1 定期报告密集公布期，关注业绩.....	9
4.2 资产质量，未来发展的基础.....	10
4.3 依据基本面选择投资品种.....	11

图目录

图 1 PMI连续两个月回升	4
图 2 工业增加值低位反弹	4
图 3 金融机构人民币贷款余额同比增长出现突增	4
图 4 海关进出口贸易同比增长率	5
图 5 财政预算收入同比增长率	5
图 6 消费者信心指数运行于低位	5
图 7 CPI和PPI继续下降	6
图 8 金融机构月度新增人民币贷款	7
图 9 短期贷款及票据融资突然放大	7
图 10 各项贷款余额和M1 同比增长出现背离.....	7
图 11 上市银行年报预披露时间	10

表目录

表 1 央行加大公开市场操作力度回收资金	6
表 2 银行卡和信用卡发行量	8
表 3 6家上市银行净利润同比增长.....	10
表 4 上市银行不良贷款余额出现分化	10

1. 经济显回暖迹象，但未给银行业强力支撑

1.1 指标重回正增长，显示经济向好迹象

08年12月，PMI开始出现回暖、工业增加值低位回升；09年1月，PMI连续第二个月回升，贷款规模超预期达到天量的1.62万亿，以及决策层认为中国经济将率先复苏的表态，扫去笼罩在中国经济的阴霾。

温家宝总理2月28日与网友交流中透露出，消费金额增长指数自08年11月份的38%，12月份的42%，上升到1月份的45%；09年1月份的消费同比增长18%；发电量自09年2月中旬开始，发电和用电量都恢复正增长。全国2月中旬增长15%，环比增长13.2%，南方同比增长10%，环比增长8%。这些重要经济指标回暖，表明国内经济开始有所好转。经济发展释放积极信号和1季度可能超量贷款规模，减弱了市场对银行业未来发展的担忧。

图1 PMI连续两个月回升（2009-1）

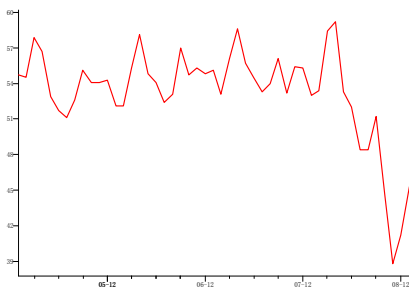


图2 工业增加值低位反弹（2009-1）

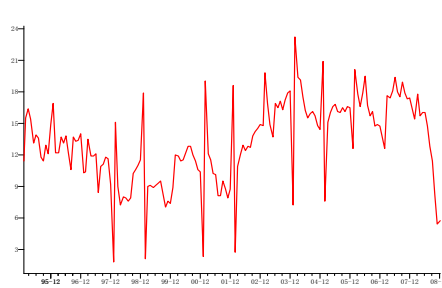
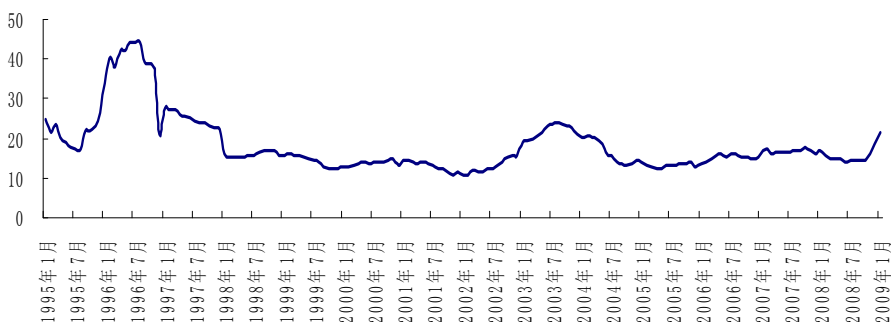


图3 金融机构人民币贷款余额同比增长出现突增（2009-1）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 指标正负增长起伏，预示经济未来走势未明

09年1月部分重要数据则出现罕见的负增长，显示国内经济还未摆脱衰退威胁。支撑中国经济三驾马车之一的出口，09年1月出口数据依然不佳，1月份中国出口额较08年同期下降17.5%，当月进口额也较08年同期锐减43.1%。反应经济形势的重要指标——全社会用电量的同比增长虽然2月份出现回升，但1月份还是出现罕有下滑，09年1月其增长为负12.88%。1月全国财政收入也出现同比降17.1%的现象；1月份消费者信心指数继续

走低，环比下降了 0.5。在严峻的国际经济形势下，判断国内未来经济已触底回升为时尚早。因此，虽然银行业面临压力有所减轻，但经济如果复苏乏力，作为经济发展基础的银行业，其发展也将受到压制。

图 4 海关进出口贸易同比增长率 (2009-1) 图 5 财政预算收入同比增长率 (2009-1)

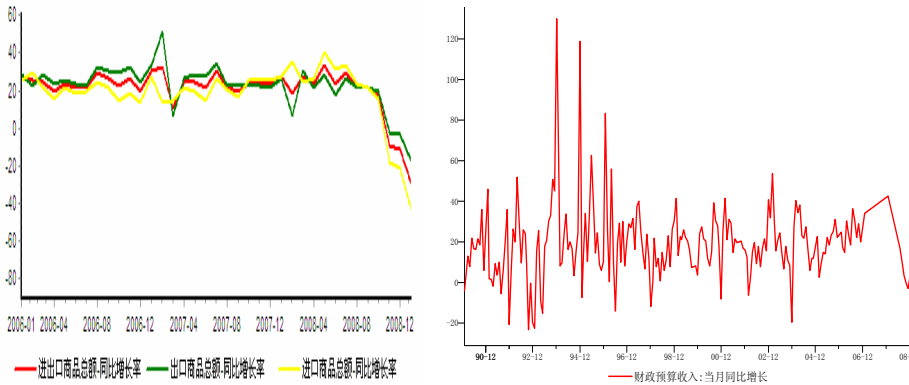
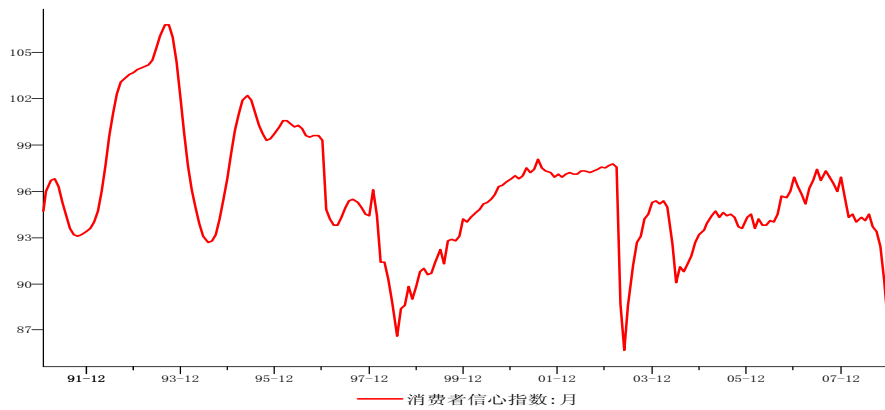


图 6 消费者信心指数运行于低位 (2009-1)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

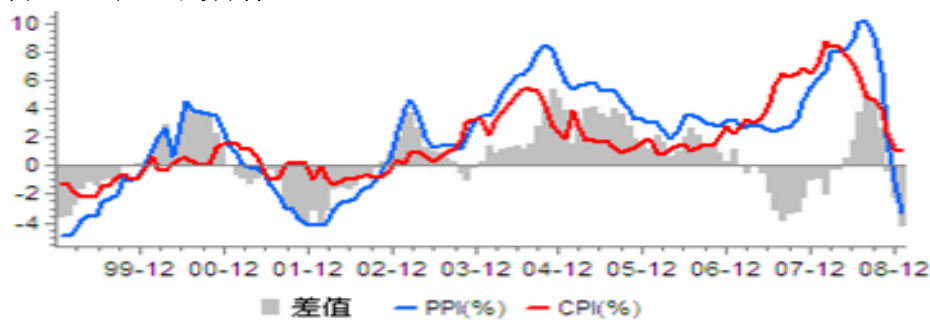
1.3 经济通缩压力正在加大，不利银行业发展

中国经济目前还将面临巨大的通缩压力。央行 09 年 2 月发布《中国货币政策执行报告(2008 年第 4 季度)》称，在总需求萎缩的大背景下，目前推动价格上行动力较弱，下行压力则相对较强，通货紧缩风险较大。

国家决策层对目前国内经济的判断是：我国经济增长下行压力加大。提出要坚持扩大内需为主和稳定外需相结合，采取更强有力的措施扩大国内需求特别是扩大消费需求，以拉动经济增长。

09 年 1 月的 CPI 和 PPI 数据也表明国内出现经济通缩的征兆越来越明显。通货紧缩将导致市场资金需求低迷、企业微利甚至亏损、失业人数增加、生产能力闲置，还会导致财政税收减少等。对于银行业来说，国家为防止经济通缩出现，会大幅增加流动性，充裕的流动性将会影响到银行的净息差，使其利息收入面临减少可能，容易造成更多不良资产。

图7 CPI和PPI继续下降



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 井喷资金量后劲不足, 难以形成持续动能

2.1 力度加大, 央行开始加快资金回收

2 月份央行加大了公开市场回笼力度。央行市场操作频率加快, 首先是改变了 3 月期央票隔周发行的时间安排, 而是实现了春节后连续 4 周发行; 其次是正回购力度有所加大。2 月份以来的 4 周均实现资金净回笼; 三是回购金额也在增多。2 月 17 日, 央行发行了 1200 亿 91 天期正回购协议, 这较 2 月 5 日发行的 500 亿元翻倍增加, 资金回笼力度大幅增加。频繁的操作行为显示央行在保持市场资金宽裕的前提下, 通过公开市场操作使市场上的流动性不出现过于泛滥局面, 截至 09 年 2 月, 央行通过公开市场已回收 8000 亿元。未来市场的资金流可能未必如同 1 月份那么充裕, 在净息差收窄的事实下, 贷款规模如果缩小, 银行的利息收入也会减少。

表 1 央行加大公开市场操作力度回收资金

频率(日)	3 个月期央行票据	频率(日)	91 天正回购	频率(日)	28 天正回购
2009-02-27	400.00	2009-02-17	1,200.00	2009-02-24	800.00
2009-02-20	350.00	2009-02-05	500.00	2009-02-19	650.00
2009-02-13	350.00	2009-01-15	300.00	2009-02-10	650.00
2009-02-06	300.00	/	/	2009-02-03	800.00
2009-01-23	200.00	/	/	2009-01-20	200.00
2009-01-09	500.00	/	/	2009-01-13	300.00
2009-01-08	/	/	/	2009-01-06	500.00
合计	2,100.00	/	2,000.00	/	3,900.00

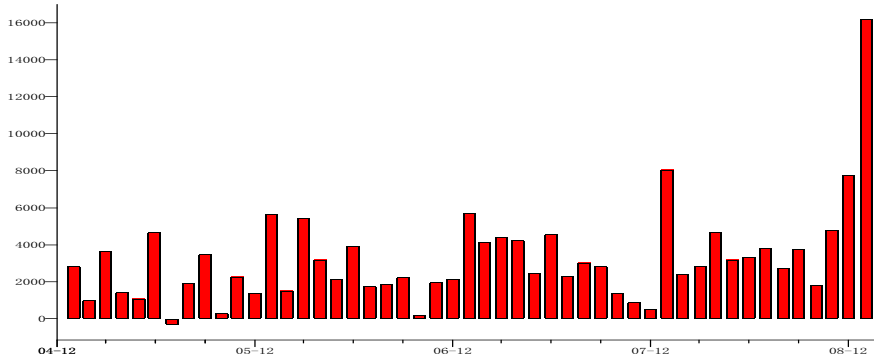
资料来源: 央行, 东兴证券研究所

2.2 起点过高, 后续过量资金难以为续

银行业放贷习惯一般为每年第一季度为最多, 每季度第一月为最多, 这种行业习惯使银行业后续资金前高后低。但贷款规模自 08 年 11 月一改紧缩态势, 出现反常规的逐步放量格局, 到 09 年 1 月贷款规模则放量为 1.62 万亿; 2 月份逐步恢复正常, 贷款规模虽有下降, 预计为 8000 亿左右, 但 8000 亿左右的贷款数量仍处于历史高位, 照此推算, 09 年 1 季度的贷

款规模预计将占全年贷款规模的一半以上。但1季度贷款规模占比过多，将会挤压其后3个季度的贷款规模，使后续季度的贷款数量将会大幅下降。

图8 金融机构月度新增人民币贷款（单位：亿元）



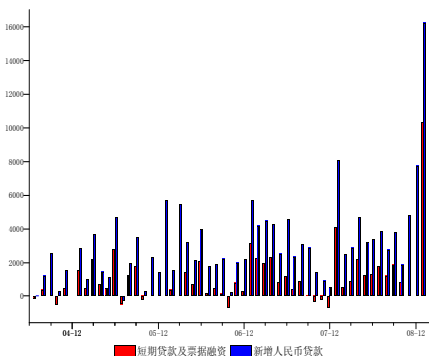
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.3 贴现过多，贷款结构面临调整压力

1月份贷款规模虽出现1.62万亿的天量，但贷款规模背后隐藏着贷款构成差异将影响银行“以量补价”的效果。其中，新增票据融资额爆发性增长至6239亿元，占1月信贷增量的38.52%。票据融资增多反映出商业银行在防范风险下做大贷款规模的意愿，而且票据贴现利率和存款利率存有套利机会，也使企业愿意进行票据贴现。但票据融资剧增和M1增速下降的背离，意味着银行贷出资金流向存疑，虽然监管机构在检查后对商业银行进行了“提示”，并认为总体风险可控，2月份贷款结构在总量减少的情况下，中长期贷款将继续稳步增多，而票据融资规模将会较大缩小。

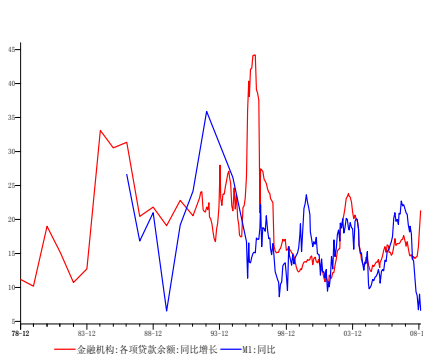
贷款规模的大幅增多，利于增加商业银行的利息收入。虽然票据贴现收益率稍高于超额准备金率和央行票据，但票据贴现利率和存款利率存有套利机会使银行反而得不偿失，而且居民储蓄存款继续增加且定期化趋势没有改变，这两方面均加大了银行的资金使用成本，削弱了前期“以量补价”的提升作用。

图9 短期贷款及票据融资突然放大



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图10 各项贷款余额和M1同比增长出现背离



敬请参阅报告结尾处的免责声明

3. 银行风险：才下心头，却上眉头

3.1 才下心头：08年银行业运行健康

银监会主席刘明康 2 月 26 讲话表示，中国银行业能够保持稳健运行，08 年利润总额、利润增长额和资本回报等方面有望在全球名列前茅。08 年银行业盈利能力明显增强，在大规模计提拨备情况下，资本回报率仍高达 17.1%，比 2007 年和 2006 年分别提高 0.4 和 2.0 个百分点。2008 年银行业金融机构税后净利润 5834 亿元，较上年增长 30.6%。

08 年银行业风险抵御能力进一步加强。2008 年末，国有商业银行贷款损失准备充足率达 153%，同比上升 122.2 个百分点，拨备覆盖率达 109.8%，同比上升 76.4 个百分点。目前不良贷款继续保持“双降”，2008 年 12 月末，商业银行不良贷款余额为 5681.8 亿元，比年初下降 7002.4 亿元；不良贷款率为 2.45%，比年初下降 3.71 个百分点；剔除农行剥离和地震因素，不良贷款余额比年初下降 26 亿元，不良贷款率比年初下降 0.84 个百分点。

09 年银行业信贷基本正常，1 月加大的信贷投入，主要是支持基础设施、科教文卫和其他民生工程的建设，符合国家政策要求，有助于国内经济的复苏和银行业利息收入的增加。

3.2 却上心头：09年银行风险依然存在

内外因素并未消除银行业面临的系统风险。欧美金融危机有升级趋势，所谓的第二波金融危机将对国内实体经济的负面影响进一步加深，国内经济短期内难以摆脱下行趋势，银行业面临的信用风险和市场风险将更为严峻，前期风险主要集中在房地产业、进出口加工制造业和中小企业贷款方面，目前这些风险依然存在，但随着经济下行时间拉长，贷款集中度风险、集团客户授信风险、理财产品和信用卡风险等风险将逐渐突出，对银行未来的资产质量构成压力。

追求数量的信用卡发放潜藏风险。在做大中间业务带动下，商业银行为抢占信用卡市场，经历了以追求数量的信用卡发放模式。但目前处于经济下行周期背景下，持卡人的收入来源受到影响，加之前期银行放松审核条件加大发卡数量，信用卡的呆坏账增加，不良率有上升迹象。08 年各银行意识到问题的严重性，开始注重信用卡的质量，放缓了信用卡激增的速度。但前期所隐藏的信用风险以及目前经济形势不好，恶意透支行为增加，加大了商业银行信用卡潜藏的风险。

表 2 银行卡和信用卡发行量

	银行卡(千张)	信用卡(千张)	占比
1997	71,754.123	21,750.294	30.31%
1998	116,014.357	23,031.807	19.85%

敬请参阅报告结尾处的免责声明

1999	180,061.940	23,661.188	13.14%
2000	277,435.377	24,984.556	9.01%
2001	382,825.205	23,232.557	6.07%
2002	496,519.511	23,058.041	4.64%
2003	648,605.529	/	/
2004	768,708.075	/	/
2005	959,409.471	40,749.796	4.25%
2006	1,130,931.800	49,593.407	4.39%
2007	1,499,950.600	90,262.800	6.02%

资料来源：CEIC，东兴证券研究所

商业银行的中小企业贷款份额有被挤占的竞争风险。《放贷人条例》如获通过，将打破银行垄断信贷市场的局面。央行近期表示加快制定《放贷人条例》，将允许个人和企业注册成立“只贷不存”的放贷机构。此举将有助于民间信贷实现阳光化，为中小企业提供更多融资渠道，有助于中小企业的发展，进而打破信贷市场被银行垄断的局面。对于商业银行来说，贷款市场面临的竞争将更加激烈，商业银行的定价权得到削弱，不利于商业银行利息收入的增长。市场竞争加剧将在一定程度上挤占商业银行在中小企业贷款的份额。

4. 回归基本面，业绩决定未来走势

4.1 定期报告密集公布期，关注业绩

经济复苏迹象现象和超预期贷款规模激发了银行板块跟随大盘出现弱势上涨，但外部刺激因素逐步弱化，随着定期报告的集中公布，影响银行股未来走势的主要因素将转向到上市银行的基本面。

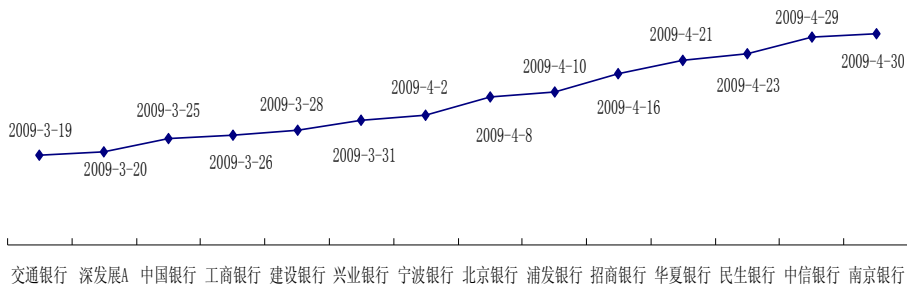
09年3月和4月是上市银行集中公布08年报和09年一季报时期。08年报将反映出上市银行在08年的经营状况和资产质量，目前已有6家上市银行公布了业绩快报，除深发展因加大拨备出现净利润77.35%的下降外，其他上市银行均保持较高增长，其中浦发银行净利润增幅最高，为127.53%。从已公布的业绩快报推测，08年上市银行净利润增长将保持较高水平。

09年4月，上市银行将逐步公布09年一季报，有些银行或者年报与季报同时公布。09年上市银行净利润虽不能与08年同日而语，但09年1月超量的贷款规模，在一定程度上将弥补上市银行净息差收窄带来的负面影响。因此，在定期报告密集公布时期，重点关注上市银行08年计提拨备的力度和以及所达到的水平，如果上市银行在08年进行超额计提拨备和加大核销，则在09年一季度时，上市银行需要继续大额计提拨备压力减少，这将会释放出部分利润，利于上市银行1季度净利润的增加。

表 3 6 家上市银行净利润同比增长

	2007 年报	2008 一季报	2008 中报	2008 三季报	2008 年报
浦发银行	63.99%	187.40%	149.62%	150.92%	127.53%
中信银行	/	/	162.62%	137.30%	60.00%
兴业银行	126.05%	119.25%	79.65%	56.49%	32.34%
深发展	103.38%	87.67%	90.74%	77.04%	-77.35%
南京银行	52.95%	171.51%	125.63%	87.49%	70%左右
宁波银行	50.47%	58.29%	90.59%	76.6%	40.02%

资料来源：公告，东兴证券研究所

图 11 上市银行年报预披露时间


资料来源：公告，东兴证券研究所

4.2 资产质量，未来发展的基础

09 年 1 季度大规模的贷款数量确保了上市银行净利润将继续获得较高增长，但经济危机下，在关注上市银行获利能力情况下，更应关注其资产质量，以追求资产质量改善来换取银行的安全性。

对于 08 年报，资产质量方面，重点关注上市银行的不良贷款额，不良贷款率仅作为参考。08 年金融机构新增贷款为 49036 亿元，比 07 年 36337 亿元多增了 12699 亿元，增长达到了 34.95%。贷款规模的巨量增长，放大了不良贷款率的分母，使不良贷款率将继续保持低位，或出现持续下降，而不良贷款额能够较为准确反映上市银行的贷款质量问题。如果 08 年上市银行不良贷款额继续增加，则对其资产质量和信贷风险要格外关注。

表 4 上市银行不良贷款余额出现分化（单位：百万元）

	2005	2006	2007	2008Q3	2008H	2008Q3	3 季度变化
深发展 A	14572	14565	12475	12067	11421	11081	-340
中信银行	15311	11565	8492	/	9202	8965	-237
工商银行	154417	137745	111774	106694	105136	104881	-255
招商银行	12167	12006	10394	10023	9289	9149	-140
中国银行	103226	98220	88802	85252	83786	85007	1221
建设银行	94469	94399	85170	76036	78113	78537	424
民生银行	4923	5598	6773	6787	7390	7734	344
兴业银行	5647	4980	4583	/	4602	4802	200
宁波银行	119	92	130	143	174	298	124

敬请参阅报告结尾处的免责声明

浦发银行	7445	8440	8023	7997	7614	7664	50
交通银行	18068	18034	/	/	22674	22718	44
华夏银行	7113	7087	6890	/	6877	/	/
南京银行	672	630	548	/	478	/	/
北京银行	4893	4641	3240	/	3056	/	/

资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.3 依据基本面选择投资品种

国际经济形势有恶化趋势，国内经济没有强力反弹迹象，内外因素继续压制银行业向上发展。银行业09年虽资产质量压力有所减弱，净息差将基本保持稳定，贷款规模保持高位，但系统性风险将削弱这些渐趋稳定的利好要素。因此，继续维持银行业中性的投资评级。

对于投资品种的选择，我们遵循年报与季报叠加可能产生投资机会的逻辑。考虑的第一点是在满足监管层拨备覆盖率130%和150%标准基础上，08年上市银行拨备覆盖率超过监管水平的幅度。超出越多，需要继续计提拨备压力较小，09年就可释放出部分利润；第二点是08年上市银行每季度净利润下降的幅度。08年净利润每季度呈平缓下降，说明上市银行在经营上比较稳健，09年则其利润持续增长有保证；第三点是08年上市银行净息差保持较高水平，且09年“量能补价”者；第四点是08年中间业务占比较大者，且09年能继续保持较高增速者。基于这四点，我们重点关注的上市银行是工商银行、深发展、浦发银行、招商银行、北京银行。

研究员简介:

王保伦，管理学博士，金融业研究员，2007年加盟东兴证券研究所。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。