

日期: 2008年12月5日

行业: 银行业



金融、地产研究小组 郭敏

021-53519888*1920

guomin@sigchina.com

等待云开雾散时

——2009年银行业投资策略

■ 主要观点:

经济进入下行周期, 银行遭多重挤压。

内忧外患下, 国内经济已进入下行区间。企业经营状况恶化、需求减缓、息差收窄、资产质量下降、资金成本上升、中间业务增速放缓等都将在下行周期内暴露, 银行面临多重挤压。

规模增长成盈利唯一驱动因素。

预计银行生息资产规模增长也将有所放缓, 且规模增长或成为未来两年银行利润增长的唯一驱动因素。

09、10年利润增长不确定性增大。

预计09年、10年银行净息差将较08年下降46-60个bp, 信贷成本分别上升20个bp和25个bp。在不考虑银行加强成本控制, 平滑业绩, 营业税下调等因素下, 预计08年、09年和10年盈利分别增长45.5%、0.2%和1.0%。

上市银行净资产“夯实”, 估值具备长期投资价值。

在经济实现7%-9%增长的情况下, 目前我国银行出现亏损的概率微乎其微。上市银行净资产计量较为谨慎, 计提减值的可能性较低。08、09年银行股的动态市净率估值为1.73倍和1.53倍, 已具备长期投资价值。

建议从风险资产、息差风险、分红、资本充足和估值5个角度选择公司

从上述五个方面分析, 我们重点推荐南京银行、招商银行、北京银行。

■ 投资建议:

评级未来十二个月内, 银行业: 中性。

国际比较来看, 银行股反转并未能领先于大盘。建议选股以谨慎防御为主, 并着眼于中长线投资。

■ 数据预测与估值:

银行业重点关注股票业绩预测和市净率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PB			PER	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
深发展	000001	9.65	1.16	1.32	1.32	1.70	1.31	1.16	7.31	大市同步
浦发银行	600000	12.90	1.26	2.00	2.01	1.99	2.02	1.65	6.46	大市同步
民生银行	600016	4.25	0.44	0.56	0.55	1.22	1.10	1.00	7.65	大市同步
招商银行	600036	12.49	1.04	1.59	1.66	2.70	2.15	1.77	7.86	跑赢大市
兴业银行	601166	14.69	1.72	2.41	2.28	1.89	1.55	1.33	6.09	大市同步
南京银行	601009	9.01	0.50	0.78	0.81	1.67	1.52	1.38	11.55	跑赢大市
工商银行	601398	3.87	0.24	0.34	0.34	2.40	2.09	1.85	11.28	大市同步
北京银行	601169	4.79	0.42	0.60	0.58	1.83	1.58	1.39	8.03	跑赢大市
交通银行	601328	4.79	0.42	0.60	0.58	1.83	1.58	1.39	8.03	大市同步

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为2008年12月3日收盘价

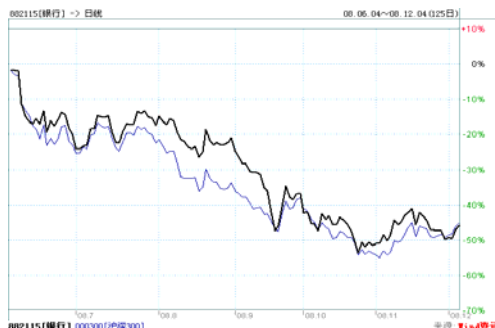
货币供应量(08年10月)

M1 (万亿)	15.72
增长率 (%)	8.85
M2 (万亿)	45.31
增长率 (%)	15.02

行业信贷数据(08年10月)

存款 (万亿)	45.83
增长率 (%)	21.10
贷款 (万亿)	29.83
增长率 (%)	14.58

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号: GM08-AIT01 银行业

相关报告:

目 录

一、经济进入下行周期，银行遭多重挤压	5
1、下行经济周期基本确定.....	5
2、“金融脱媒”为长期化趋势.....	6
二、各项盈利驱动因素正在减弱	7
1、规模增长或将是银行业绩的唯一驱动因素.....	7
2、息差将大幅收窄.....	9
3、中间业务增长乏力.....	16
4、资产质量波动风险较大.....	17
5、盈利预测及假设.....	19
6、盈利增长的不确定因素.....	20
三、净资产“夯实”，估值达历史低点	21
1、净资产仍将实现正增长.....	21
2、估值已具长期投资价值.....	22
四、风险因素	25
1、经济下行风险.....	25
2、非对称降息.....	25
3、外币债券资产进一步损失风险.....	26
五、投资策略	26
六、重点公司	28
1、南京银行（601009）.....	28
2、招商银行（600036）.....	29
3、北京银行（601169）.....	30

图

图 1 三季度 GDP 明显下滑	5
图 2 工业增加值增速增幅创新低	5
图 3 金融机构融资结构	6
图 4 M2 货币增速持续下滑	7
图 5 货币乘数降至低位	7
图 6 银行总资产增速与 M2 增速呈现高度相关性	7
图 7 利率下降并不刺激贷款的增长	8
图 8 台湾贷款、总资产增速与 GDP 关系	9
图 9 韩国贷款增速与 GDP 关系	9
图 10 美国在经济下滑时期贷款增速大幅放缓	9
图 11 活期占比高的银行受降息影响更大 (08H)	10
图 12 债券收入占净利息收入的比重	10
图 13 银行贷款利率浮动区间	11
图 14 中长期贷款占比上升继续上升的可能性较小	12
图 15 存款增速明显快于贷款	12
图 16 存贷比将呈现下降趋势	12
图 17 央票利率快速回落	13
图 18 拆借利率逐渐回落	14
图 19 回购利率下行	14
图 20 各期限国债到期收益率曲线	15
图 21 上市银行债券投资期限结构 (08H)	15
图 22 上市银行债券投资会计分类	15
图 23 净手续费收入回落明显	17
图 24 美国不良贷款滞后经济周期约 1-1.5 年	17
图 25 09、10 年不良贷款率预测	18
图 26 09、10 年信贷成本和拨备覆盖率预测	19
图 27 日本净资产波动极大	22
图 28 深发展上市以来市盈率估值区间	23
图 29 深发展上市以来市净率估值区间	23
图 30 浦发银行上市以来市盈率估值区间	23
图 31 浦发银行上市以来市净率估值区间	23
图 32 银行股国际估值比较	24
图 33 美国银行股指数与道琼斯指数涨跌幅比较	27

表

表 1: 宏观经济数据预测	5
表 2: 对称性降息对银行净息差影响分析	10
表 3: 活期存款占比较大大幅度下降	13
表 4: 债券公允价值上升对净利润的影响	16
表 5: 重点公司净息差 09、10 年预测 (单位: %)	16
表 6: 贷款行业投向风险分析 (08H)	18
表 7: 重点公司 09、10 年盈利预测	20

表 8: 成本收入每下降 1%对净利润的影响.....	20
表 9: 可供出售公允价值上升将增厚净资产.....	22
表 10: 国内银行股相对估值比较.....	24
表 11: 银行股国际估值比较.....	24
表 12: 上市银行美元债券占净资产的比重(08H).....	26
表 13: 银行股选股思路.....	27
表 14: 南京银行盈利预测简表.....	29
表 15: 招商银行盈利预测简表.....	29
表 16: 北京银行盈利预测简表.....	30

一、经济进入下行周期，银行遭多重挤压

1、下行经济周期基本确定

在全球经济衰退背景下，我国经济也难以幸免于难，经济下行的风险正在加大。最新公布的宏观数据也进一步表明宏观前景并不乐观。国内生产总值增速有较大幅度回落，三季度单季 GDP 增速仅 9%；10 月份工业增加值仅为 8.2%，创下 1999 年 10 月的历史最低增幅，增速连续 4 个月明显回落。企业的盈利状况明显下降。制造业 PMI 指数 10 月份下降至 44.6%。按照国际上通用的做法，PMI 指数低于 50%，已反映经济出现衰退。

图 1 三季度 GDP 明显下滑

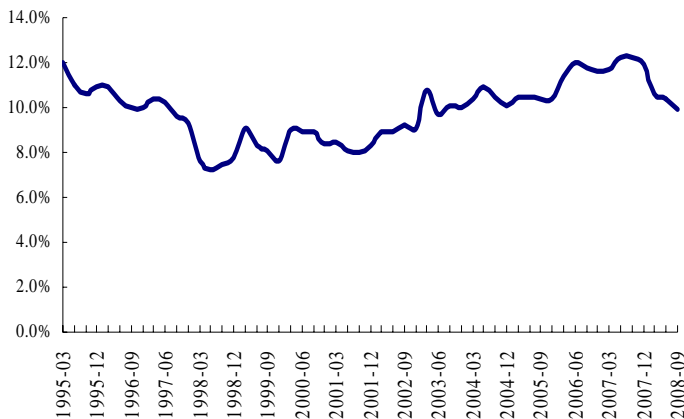
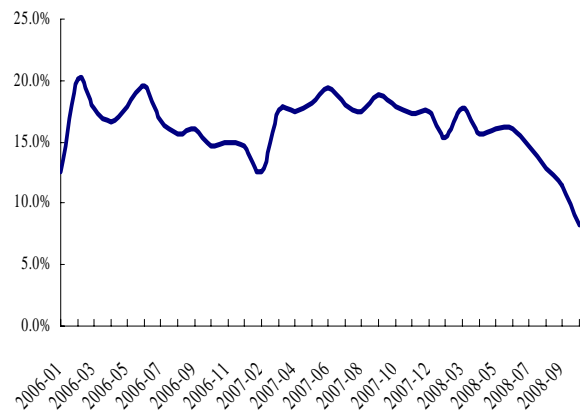


图 2 工业增加值增速增幅创新低



数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

外需疲弱、国内房地产市场调整的负面影响已影响到宏观经济的其它领域，制造业企业需求大幅回落、消费增长下降。宏观经济形势不容乐观。

表 1: 宏观经济数据预测

	名义 GDP		真实 GDP	工业增加值		货币 (M2)	
	金额	增速	增速	金额	增速	金额	增速
2008.10	201631	19.26	9.9	89581.78	14.4	453100	15.02
2008E	292500~299000	17.2~19.8	8.8~9.6	108000~116000	6.4~14.3	459800~466000	14~15.5
大概率	294500	18	9.5	112000	10.4	462000	14.5
2009E	318000~335000	8~13.7	7~9.2	110000~118000	-1.8~5.3	527000~560000	14~22
大概率	320000	8.6	7.8	114000	1.7	545000	16

资料来源: 上海证券研究所

目前国家已经启动一系列财政货币刺激政策，但在国际国内形势内忧外患之下，难以改变下行趋势，下行经济周期已经基本确定。

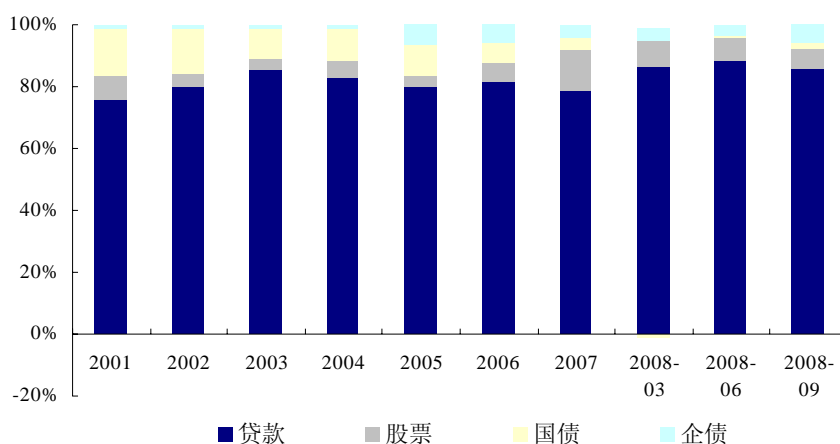
企业经营状况恶化、需求减缓、息差收窄、资产质量下降、资金成本上升、中间业务增速放缓等都将在经济下行周期内暴露，银行面临多重挤压。

2、“金融脱媒”为长期化趋势

国务院近期召开常务会议，研究确定了金融促进经济发展的9条政策措施。政策的核心内容是完善金融配套政策措施和创新体制机制，调动银行放贷的积极性，扩大社会融资规模以支持经济增长。

但在银行“慎贷”背景下，社会的融资将会转向其他体系，如债券市场、资本市场等直接融资体系，“金融脱媒”将不可避免的成为长期化趋势。

图3 金融机构融资结构



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

企业债发展较为迅速，未来随着债券、股票市场融资功能逐步加强，银行在金融体系的地位也将逐渐弱化，我国金融结构过于倚重银行业的局面并不会长期存在。

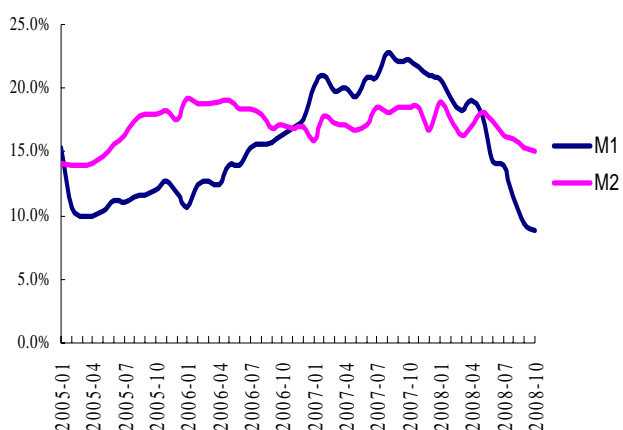
二、各项盈利驱动因素正在减弱

1、规模增长或将是银行业绩的唯一驱动因素

■ 货币供应量增速明显放缓。

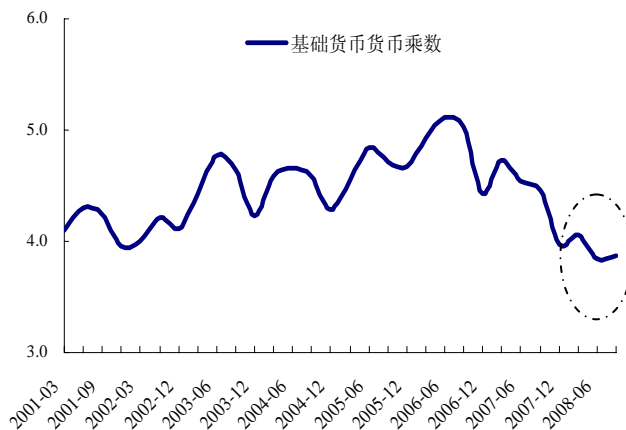
10月M2增速从9月的15.3%继续放缓至15.0%，连续5个月下行，创下05年5月以来的新低。经济增速下滑的情况下，货币流通速度放缓，限制了宽松货币政策的效果。

图4 M2货币增速持续下滑



数据来源: Wind, 上海证券研究所

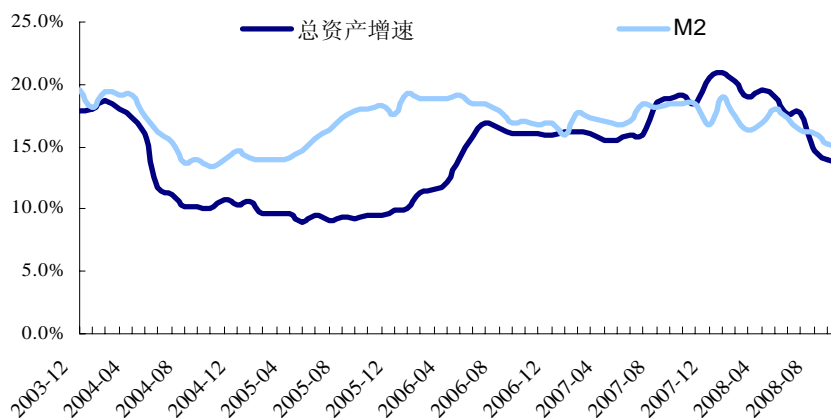
图5 货币乘数降至低位



数据来源: Wind, 上海证券研究所

银行在宏观经济恶化的情况下，信贷投放意愿减弱，货币的乘数效应降低，货币增速放缓。货币增速放缓又反过来影响银行资产规模的增长。由图6可以看出，银行的总资产同比增速与M2增速呈现高度的相关性。预计09年、10年M2增速仍将保持较低的增速，未来两年银行资产规模增长将放缓。

图6 银行总资产增速与M2增速呈现高度相关性

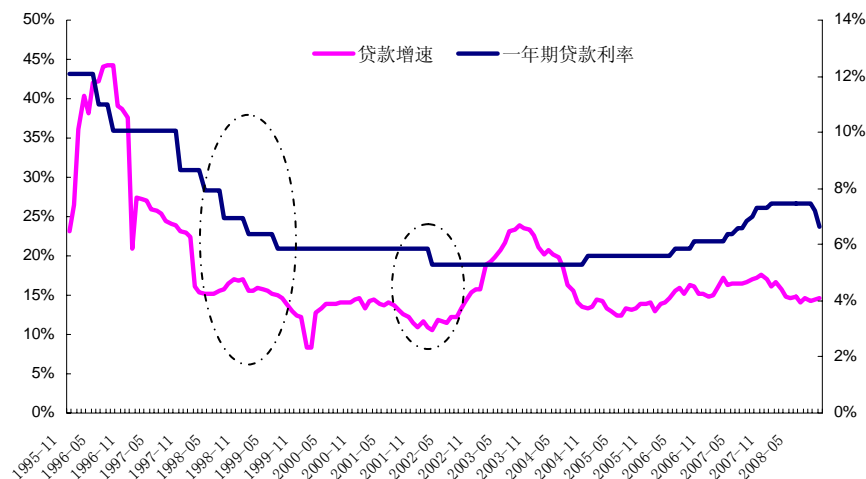


数据来源: 中国人民银行, 上海证券研究所

■ 规模增长或将是银行业绩的唯一驱动因素

经济陷入下滑情况下,企业投资的贷款需求将大幅度萎缩,同时,由于风险性加大,银行贷款的主动意愿明显下降。

图7 利率下降并不刺激贷款的增长



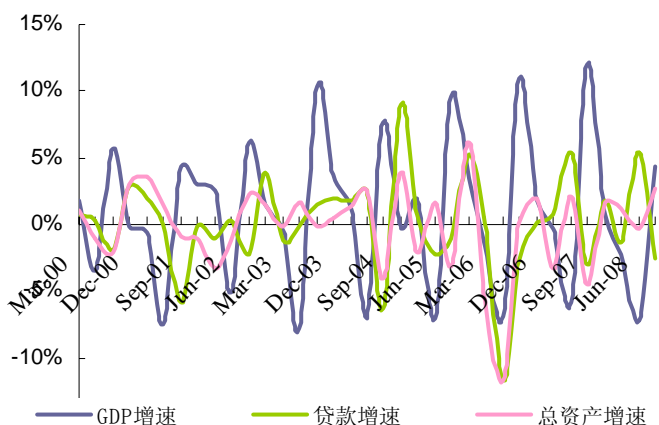
数据来源: 中国人民银行, 上海证券研究所

从97-99年,央行持续降息的情况下,银行的贷款增速有明显的放缓,同时,在2001年再次降息的情况下,贷款增速继续下降。历史情况也表明,利率下降并不一定能促进贷款的增长。

经济刺激方案或将使明后年银行贷款规模增长并非那么悲观。国家4万亿的经济刺激计划出台将刺激地方和企业的投资,或在一定程度上缓解企业贷款需求不足的困境。各大主要商业银行工、农、中、建行和国开行等银行均宣布增加信贷规模支持扩大内需。我们预计贷款增速将会略快于08年,09年增速在14-15%的水平。

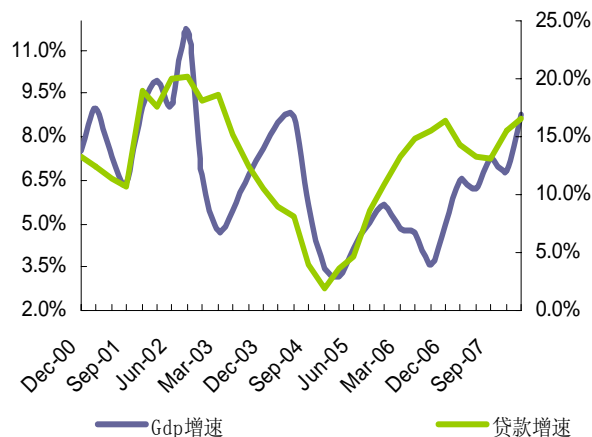
但在政府的政策指导之下,银行贷款规模增加并非利好银行业。经济明显下滑的情况下,贷款的风险加大,规模的过快增长对银行的损失大于规模增长本身对业绩的贡献。从国际比较的情况来看,经济周期下行时,往往都伴随着贷款增速的明显下降。

图 8 台湾贷款、总资产增速与 GDP 关系



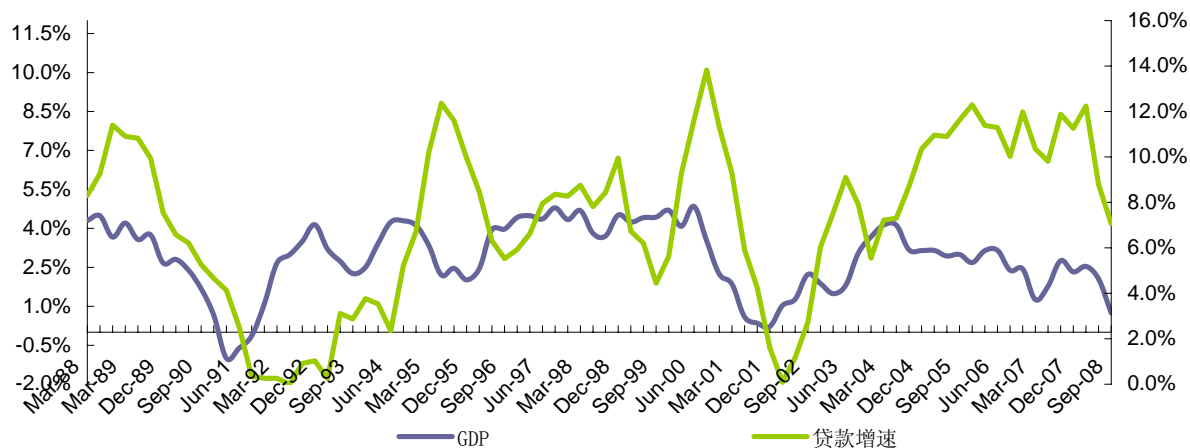
数据来源: CEIC, 上海证券研究所

图 9 韩国贷款增速与 GDP 关系



数据来源: CEIC, 上海证券研究所

图 10 美国在经济下滑时期贷款增速大幅放缓



数据来源: CEIC, 上海证券研究所

2、息差将大幅收窄

1) 对称性降息或成主要方式

在央行几次大幅降低利率后, 银行的息差缩窄趋势明显。从目前的利率水平来看, 09 年仍将有 150 个基点的利率下调空间。我们预计 09 年利率下调 100 个基点左右, 降息的方式将更倾向于对称加息, 适度降低活期存款利率, 或加大存款利率下降幅度以减少对银行的息差的损害。由于 09 年通胀的状况有大幅度改善, 甚至有通缩的可能性, 也为降低存款利率提供了有利条件。

在完全对称降息的情况下, 活期存款利率下降幅度较小, 故对活期存款占比较高的银行反而是对息差有不利的影响。债券占比较高,

且期限结构较长的银行将有所收益，但对银行净息差的影响仍是负面。

图 11 活期占比高的银行受降息影响更大 (08H)

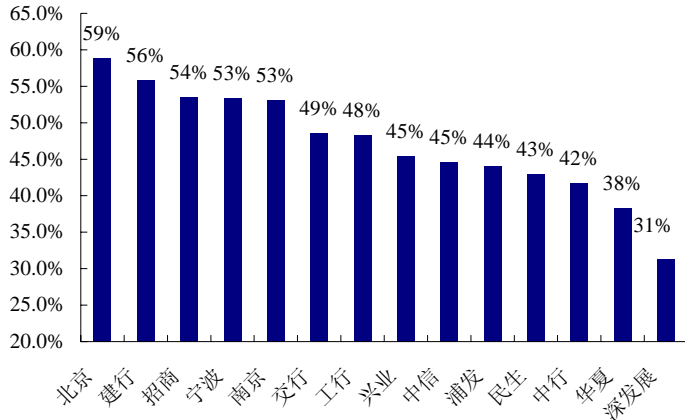
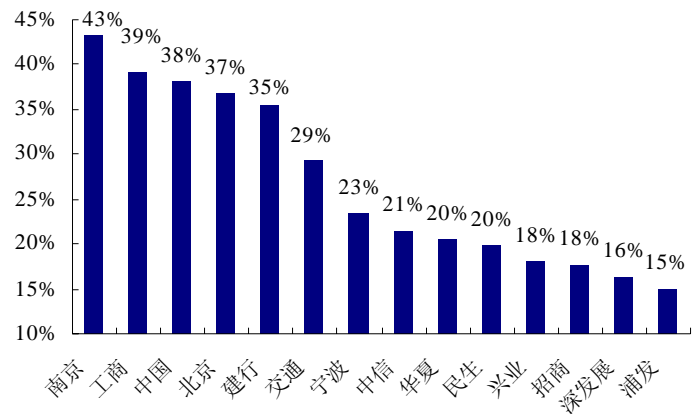


图 12 债券收入占净利息收入的比重



数据来源：公司报告，上海证券研究所

数据来源：公司报告，上海证券研究所

■ 情景一：

假设在 2009 年年初存贷款利率同期分别对称下降 27 个基点的情况下，并在到期日重新定价；

■ 情景二：

假设在 2009 年年初贷款利率下降 27 个基点，而存款利率完全不变。在完全非对称降息下，虽存款利率不变，但贷款利率影响下降也影响到债券投资的机会成本，最终债券投资收益率也将下行。

表 2: 对称性降息对银行净息差影响分析

	工行	招商	兴业	浦发	民生	深发展	北京	南京
情景一：2009 年初对称降息 27bp，活期存款不变								
对 09 年影响								
加权存款利率下降幅度	9.79	9.91	8.41	8.87	10.38	13.50	8.01	8.16
加权贷款利率下降幅度	10.89	14.97	12.35	15.66	13.55	14.60	12.85	16.00
加权同业、债券收益下降幅度	6.48	6.07	3.78	8.81	6.80	9.01	7.46	2.83
NIM 变化基点	-0.62	-3.00	-2.57	-7.25	-3.36	-0.41	-3.40	-2.50
对 2010 年影响								
加权存款降息幅度	0.46	0.19	0.71	0.63	1.12	0.76	0.74	0.68
加权贷款降息幅度	10.08	8.06	11.00	5.26	8.54	8.75	7.76	5.96
加权同业、债券收益下降幅度	1.23	1.41	3.37	1.64	1.26	1.05	0.47	2.06
NIM 变化基点	-5.52	-5.70	-8.70	-4.38	-7.12	-6.56	-5.57	-3.83

情景二：2009 年完全非对称降息 27bp，存款不变，贷款利率下浮 27bp

对 09 年影响

加权贷款利率下降幅度	10.89	14.97	12.35	15.66	13.55	14.60	12.85	16.00
加权债券收益率下降幅度	6.48	6.07	3.78	8.81	6.80	9.01	7.46	2.83
NIM 变化基点	-10.41	-12.91	-10.98	-16.12	-14.01	-13.92	-11.40	-10.66
<i>对2010年影响</i>								
加权贷款降息幅度	10.08	8.06	11.00	5.26	8.54	8.75	7.76	5.96
加权债券收益率下降幅度	1.23	1.41	3.37	1.64	1.26	1.05	0.47	2.06
NIM 变化基点	-5.98	-5.89	-9.40	-5.01	-8.24	-7.32	-5.84	-4.54

数据来源：公司报告，上海证券研究所

连续降息对以下几种资产负债结构的银行影响偏大：

- 1) 存款期限结构偏长；
- 2) 贷款期限结构偏短，且多为浮动利率贷款；
- 3) 活期存款占比较大的银行；
- 4) 债券资产占比较低，且期限结构较短

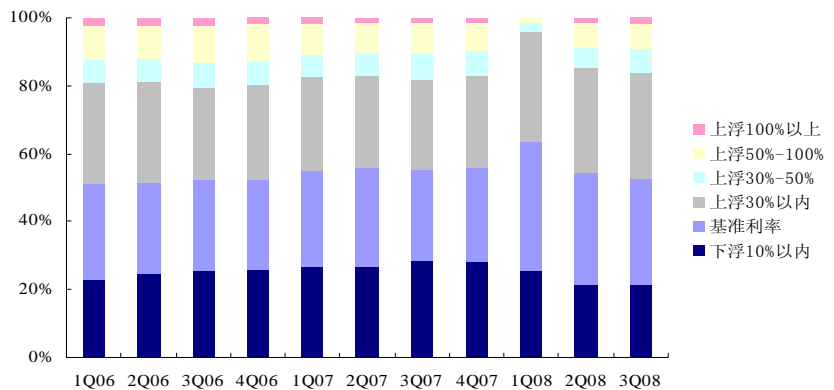
由于个人住房贷款第二年初重新调整利率，以及一部分中长期贷款依据合同在年初调整利率，09年降息将对2010年的净息差仍有一定的负面影响。住房贷款占比较大的银行所受到的负面冲击较大。

若央行继续完全非对称降息，则对银行整体净息差将有15-20bp的负面影响，分别在09年、10年两年反应，将降低银行整体业绩增速约5%。

2) 贷款利率下浮比例增大、中长期贷款占比再继续上升的可能性较小

从前三季度数据看出，上浮30%以上的贷款比例正在明显下降。银行的风险意识已明显提高。

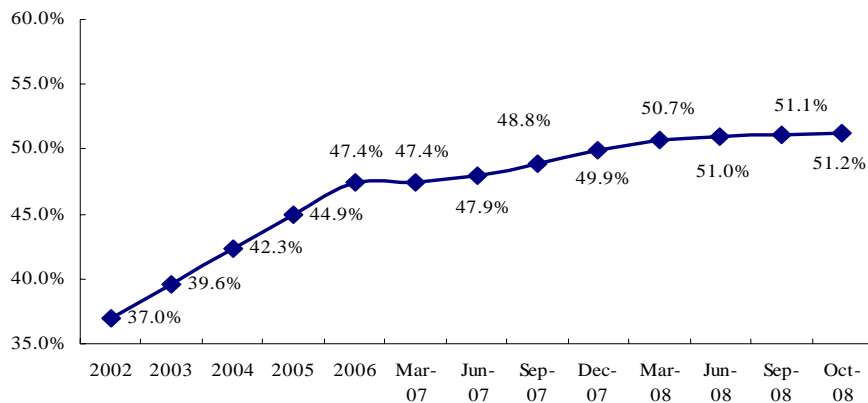
图 13 银行贷款利率浮动区间



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

未来银行上浮贷款的规模和比例将会下降，上浮利率已经并不代表较高的收益性，而是更主要的是出于银行自身风险性的考虑。另一方面，银行更倾向于优质客户，而对优质客户的溢价能力将会下降。

图 14 中长期贷款占比上升继续上升的可能性较小



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

银行的长期贷款比重持续上升的势头将会有所改变，出于风险考虑，银行的中短期贷款比重将上升，而长期贷款比重将有所控制。

3) 存款规模快于贷款规模，定期化仍是考验

在缺乏投资渠道情况下，大量的存款都将回流银行，银行的存款增速明显快于贷款，且新增存款的定期化情况明显。在银行贷款增速明显低于存款增速时，银行的存贷比将下降，资金的利用效率将降低，且更多的资产将分布在低收益资产上。资产结构将更加倾向于高成本、低收益资产，将不利于息差增长。

图 15 存款增速明显快于贷款

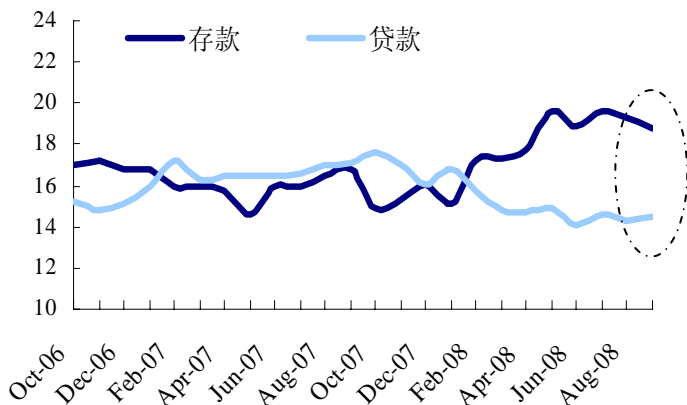
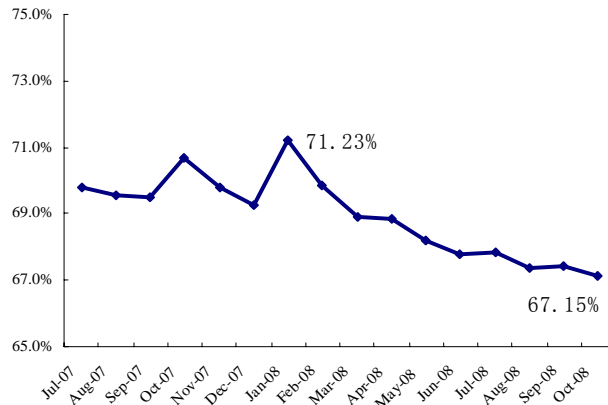


图 16 存贷比将呈现下降趋势



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：人民银行，上海证券研究所

存款定期化趋势仍有延续的趋势，企业的活期存款比重再大幅下降的可能性不大，而储蓄存款的活期化率仍有下降空间。

表 3: 活期存款占比较大幅度下降

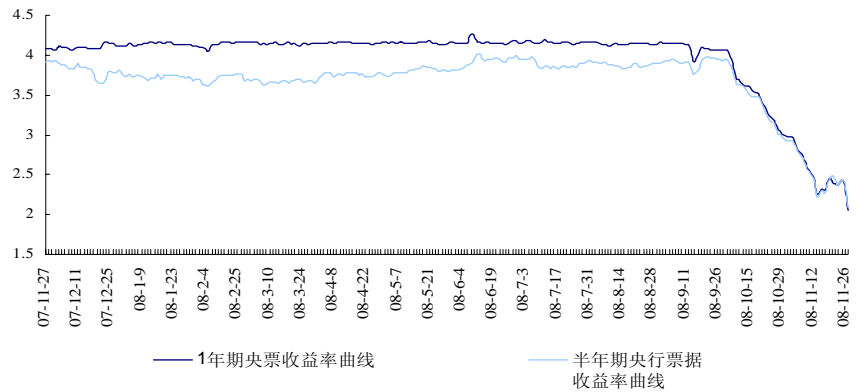
	Mar-07	Jun-07	Sep-07	Dec-07	Mar-08	Jun-08	Sep-08	Oct-08
活期存款占比	39.24%	39.47%	38.96%	40.99%	38.84%	37.66%	36.24%	36.38%
企业活期存款	65.02%	65.85%	63.38%	65.95%	62.90%	62.13%	59.43%	61.10%
储蓄活期存款	36.86%	37.55%	38.04%	39.09%	37.57%	36.77%	35.99%	35.62%
定期存款占比	41.99%	40.02%	40.02%	39.06%	40.92%	40.87%	42.31%	41.88%
其他存款占比	18.78%	20.52%	21.03%	19.95%	20.25%	21.47%	21.45%	21.74%

数据来源：人民银行，上海证券研究所

4) 央票利率大幅走低，国债收益率持续下降

在降息预期下，央票利率大幅走低。央行一年期央票利率 10 月份起快速回落近 200 个基点。

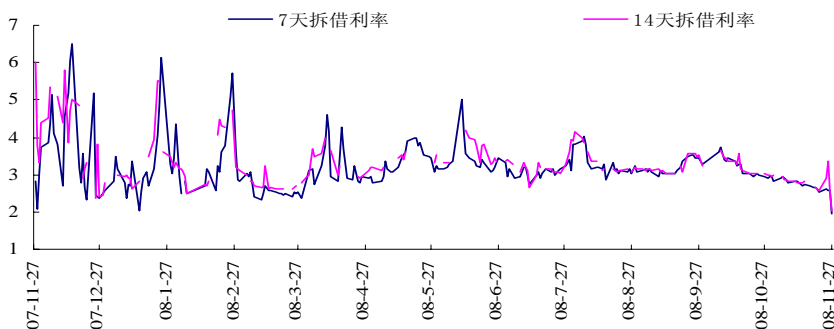
图 17 央票利率快速回落



数据来源：中国债券信息网，上海证券研究所

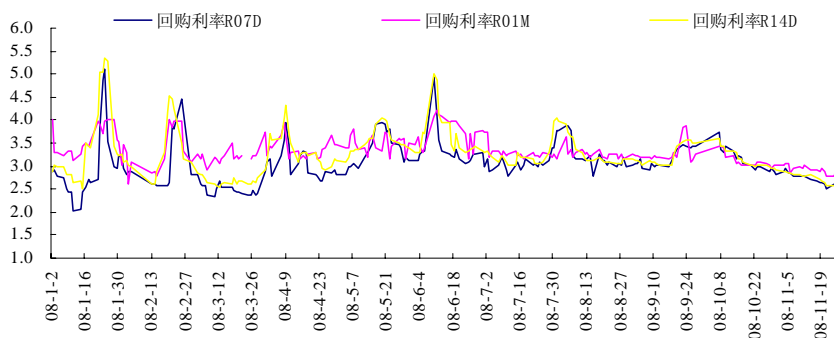
在未来宽松的货币政策下，银行体系的流动性较为充裕，货币市场的拆借利率、回购利率将进一步下行，中小银行的资金压力将有所缓解。

图 18 拆借利率逐渐回落



数据来源：中国债券信息网，上海证券研究所

图 19 回购利率下行

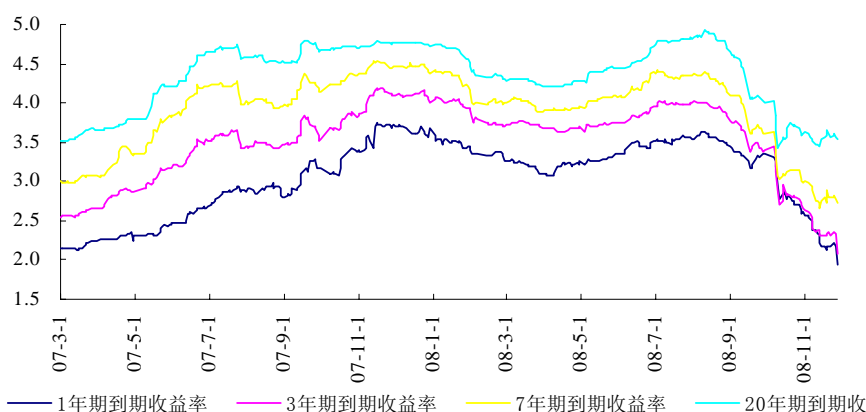


数据来源：中国债券信息网，上海证券研究所

在大幅降息的情况下，虽然已有债券的公允价值上升，但新增债券的收益率将有较大幅度的下降，对银行净息差长期来看仍将有一定的负面影响。

截至 08 年 11 月 27 日，今年以后一共降息 4 次。其中，1 年期存款利率下降 162 个基点，1 年期贷款利率下降 189 个基点。各期限到期收益率下降幅度有一定差别，其中 1 年期国债收益率下滑约 180 个基点；3 年期国债收益率下滑 190 个基点；5 年期国债收益率下滑 150 个基点；20 年期国债收益率下滑了 115 个基点。预计 09 年利率继续下滑 81-108 个基点的范围，则国债收益率还将下行 80-100 个基点左右。对于目前债券期限较短的银行来说就只能在债券到期后，投资收益率较低的债券。

图 20 各期限国债到期收益率曲线

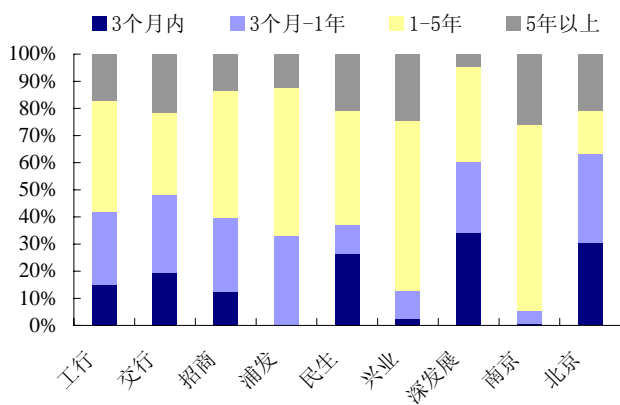


数据来源：中国债券信息网，上海证券研究所

■ 在降息周期中，债券期限结构较长的商业银行有望受益

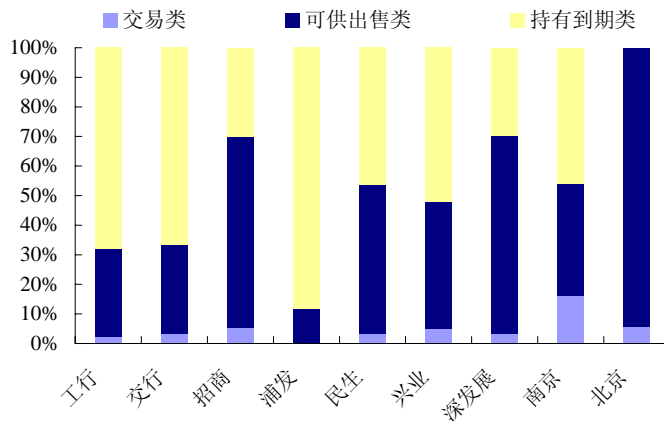
由于经济放缓，银行贷款资产增长规模慢于扩张时期，而债券投资将是银行风险和收益较佳选择，债券规模将实现快速增长。而债券到期日较近的银行将不得不将资金投资在低收益率的债券上。由下图，民生银行、北京银行即将到期的债券（3 个月内及 1 年以下债券）占比较多，未来债券收益将对其息差产生较大负面影响；而南京银行和兴业银行的债券期限结构较长，受降息周期影响相对较小。

图 21 上市银行债券投资期限结构（08H）



数据来源：公司报告，上海证券研究所
注：交通银行数据为 07 年末的数据

图 22 上市银行债券投资会计分类



数据来源：公司报告，上海证券研究所

■ 交易类资产占比较大的银行当期利润表中公允价值变动受益更大

从上市银行债券的会计分类来看，大型商业银行将债券资产归为持有到期类占比较大，而城市商业银行的债权类别多以可供出售类和

交易类为主。交易类债券占比较高的银行更有望受益于债券牛市。

表 4: 债券公允价值上升对净利润的影响

	工行	交行	招商	浦发	民生	兴业	深发展	南京	北京
交易类债券(百万)	43,739	17,003	12,865	29	4,008	5,561	1,876	4,283	5,730
09E 年净利润(百万)	114,666	28,488	24,472	10,398	10,463	11,416	4,100	1,496	5,336
1%公允价值变动	437	170	129	0	40	56	19	43	57
占 09E 年净利润比重	0.38%	0.60%	0.53%	0.00%	0.38%	0.49%	0.46%	2.86%	1.07%

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

综合以上对银行 09 年、10 年的净息差各项影响因素的分析, 我们预计, 未来两年银行的息差分别下降约 30-35 个基点及 20 个基点的水平, 较 08 年中期息差最高点约下行 40-45 个基点, 最终银行业整体的息差将逐渐与 06 年水平相持平。

表 5: 重点公司净息差 09、10 年预测 (单位: %)

	2006	2007	2008H	2008E	2009E	2010E	09 年下降 BP	10 年较 08 年降幅	10 年较 08 年中期降幅
工行	2.42	2.7	3.01	2.95	2.65	2.45	-0.28	-0.46	-0.52
交行	2.7	2.77	3.2	3.1	2.8	2.6	-0.3	-0.50	-0.60
招商	2.72	3.11	3.66	3.45	3.1	2.9	-0.35	-0.58	-0.79
浦发	2.87	3.07	3.31	3.2	2.9	2.7	-0.33	-0.55	-0.66
民生	2.49	2.75	3.16	3.02	2.75	2.55	-0.27	-0.47	-0.61
兴业	2.42	2.79	3.09	3	2.7	2.5	-0.3	-0.57	-0.66
深发展	2.94	3.1	3.17	3.03	2.72	2.53	-0.31	-0.48	-0.62
南京	2.64	2.99	3.33	3.1	2.83	2.65	-0.27	-0.45	-0.68
北京	2.22	2.36	3.05	2.9	2.62	2.46	-0.28	-0.46	-0.61

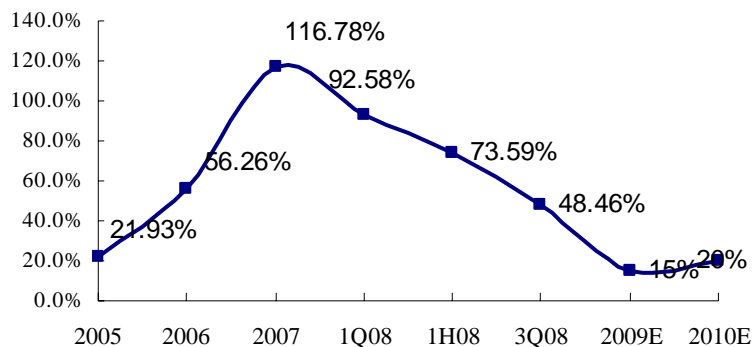
数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

3、中间业务增长乏力

由于 06、07 年资本市场的影响, 银行的理财、托管等各项手续费收入快速增长, 商业银行的中间业务增速一直保持超高速增长。而随着资本市场大幅回落, 经济环境, 银行的中间业务增长速度受到较大的影响。驱动银行中间业务收入增长的因素减少, 且上年同期基数较大, 预计 09 年、10 年中间业务收入增速将快速回落至常态水平。

依靠理财业务、基金销售、托管业务收入为主要增长方式的银行或将出现手续费收入的负增长。

图 23 净手续费收入回落明显



数据来源：公司报告，上海证券研究所

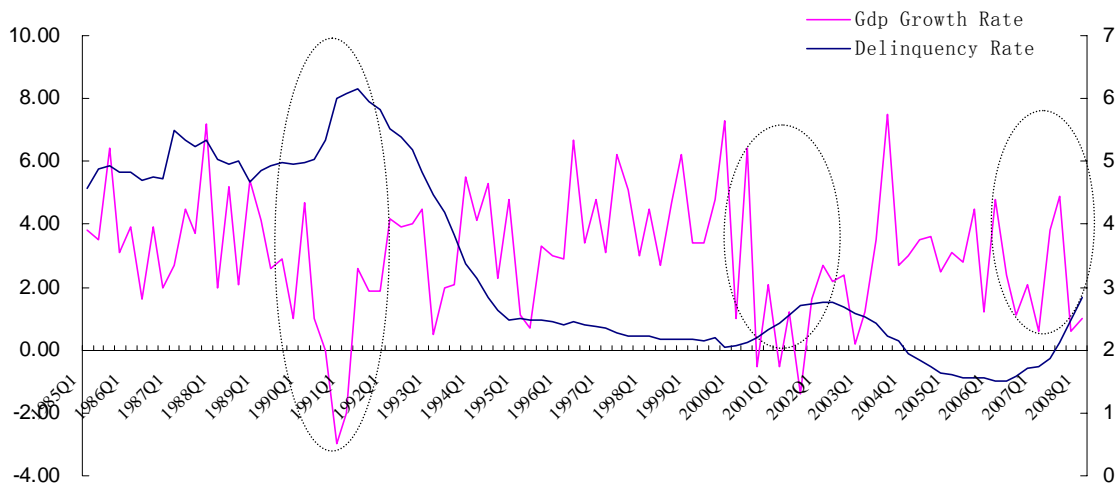
大型银行的汇兑损失有望缓解。人民币大幅升值的预期不再。虽人民币长期升值的态势并没有改变，但升值幅度将大幅下降，大型银行的汇兑损失有望扭转。

4、资产质量波动风险较大

■ 企业风险正加剧

预计 09、10 年仍是企业经营最困难的两年，其中，出口企业、制造企业将面临较大的风险。如 09 年中国经济能有所回升，银行的不良贷款周期仍将滞后于经济周期 1 年左右的时间。

图 24 美国不良贷款滞后经济周期约 1-1.5 年



数据来源：FRS，CEIC，上海证券研究所

从历史数据来看，经济增速放缓的情况下，风险较大的行业集中

在制造业、房地产行业和商业贸易行业中，从三类贷款占比来看，民生银行、浦发银行、深发展三类行业贷款占比较高，其中，兴业银行、民生银行、北京银行的房地产贷款偏多，均为贷款损失风险较高的银行。北京银行、招商银行和南京银行的高风险贷款占比相对较低。

表 6: 贷款行业投向风险分析 (08H)

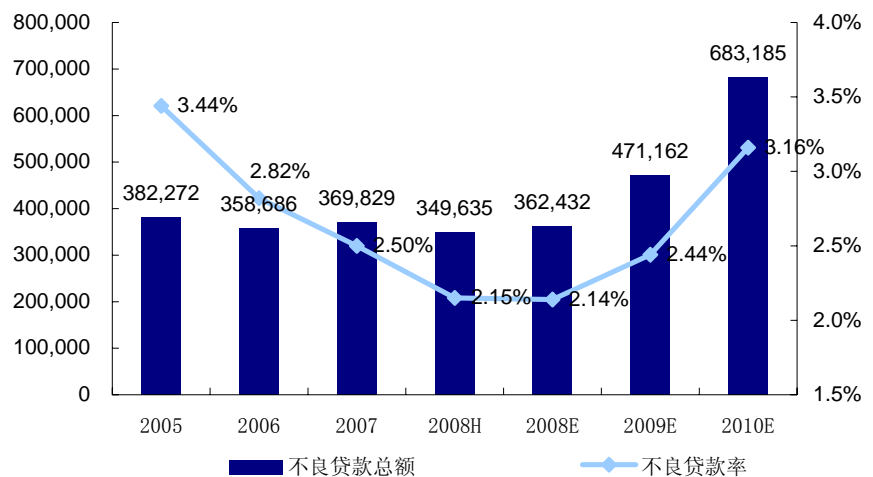
	工行	交行	招商	浦发	民生	兴业	深发展	南京	北京
风险偏高行业									
制造业/工业	24.40%	26.09%	20.12%	24.85%	29.00%	17.83%	25.30%	16.47%	13.00%
房地产业	10.70%	6.18%	5.81%	9.80%	14.00%	14.29%	6.80%	9.80%	12.00%
商业贸易	6.60%	8.88%	8.42%	10.54%	4.00%	6.73%	13.00%	11.91%	6.00%
小计	41.70%	41.15%	34.35%	45.19%	47.00%	38.85%	45.10%	38.18%	31.00%
风险偏低行业									
运输及电信业	20.80%	10.66%	12.12%	6.78%	10.00%	6.30%	5.10%	3.77%	8.00%
能源电力	14.60%	8.31%	7.40%	6.17%	1.00%	4.87%	3.70%	2.12%	-
小计	35.40%	18.97%	19.52%	12.95%	11.00%	11.17%	8.80%	5.89%	8.00%

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所

■ 09、10 年银行资产质量预测

预计 09 年中期经济增速将达到最低点，下半年由于投资等的拉动，经济将会有所回升。而对于银行的资产质量来说，一般会滞后经济周期约 1 年的时间，即在 10 年银行的资产质量将达到最差点，并在 2011 年后逐渐有所改善。09 至 10 年，我们预计不良贷款余额分别增加 30% 和 45%。

图 25 09、10 年不良贷款率预测

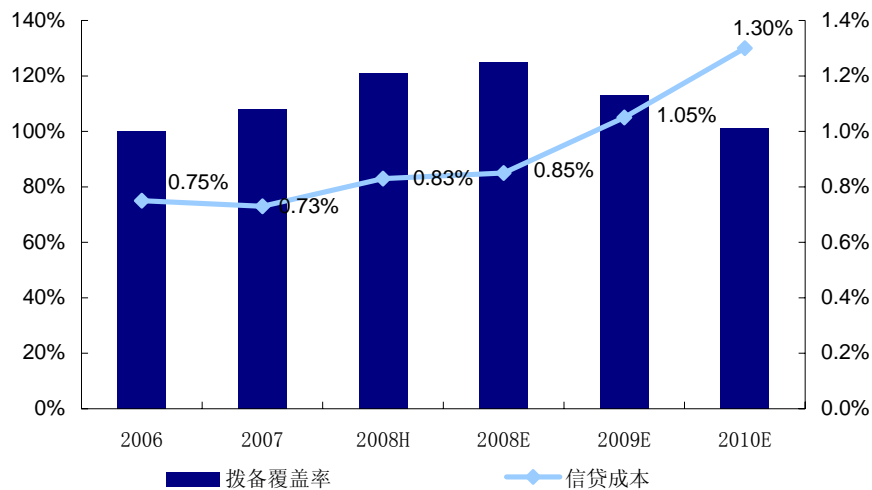


数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

我们分别提高 09 年至 10 年的信贷成本 20 个 bp 和 25 个 bp,

拨备覆盖率将逐年下降,到2010年达到本轮周期的最低点约100%的水平。

图 26 09、10 年信贷成本和拨备覆盖率预测



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

5、盈利预测及假设

我们假设:

- 1) 银行生息资产增速在 14-16%之间, 中小银行增速略快。贷款增速基本与 08 年持平在 14.0%-15.0%之间;
- 2) 银行净息差 09 年收窄 30-35 个基点; 10 年收窄 15-20 个基点。09 年仍将对称降息 100 个基点左右; 净息差较 08 年中期高点下降 60-80 个基点;
- 3) 信贷成本 09 年提升 15-20 个 bp, 10 年提升 20-25 个 bp, 随着银行不良贷款的上升, 拨备覆盖率逐渐下降至 100%;
- 4) 中间业务增速在 10%-30%左右的增速;
- 5) 银行 08 年的成本收入比略微比 07 年有所下降, 在 09 年、10 年维持 08 年水平;
- 6) 税率维持在 08 年水平不变, 不考虑营业税变化。

在经济情况不发生继续恶化的情况下, 我们预计 08 年、09 年何 10 年银行总体的盈利增速分别为 45.5%、0.2%和 1.0%。部分银行由于风险资产占比较高, 未来信贷成本压力较大, 未来两年将出现负增长。

表 7: 重点公司 09、10 年盈利预测

	净利润 (百万)				拨备前利润增速		净利润增速	
	07A	08E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
工行	81,256	114,566	114,666	114,849	5.73%	8.01%	0.09%	0.16%
交行	20,641	29,504	28,488	27,709	5.12%	8.24%	-3.44%	-2.74%
招商	15,243	23,378	24,472	25,705	9.81%	11.14%	4.68%	5.04%
浦发	5,499	11,300	11,386	11,399	11.96%	10.92%	0.76%	0.11%
民生	9,744	12,078	13,085	14,307	10.92%	15.41%	-0.62%	2.26%
兴业	8,586	12,065	11,416	11,187	11.96%	10.92%	-5.38%	-2.00%
深发展	2,650	4,102	4,100	4,013	7.93%	9.63%	-0.03%	-2.12%
南京	909	1,429	1,496	1,575	10.36%	12.66%	4.65%	5.62%
北京	3,348	5,187	5,336	5,550	8.44%	11.48%	2.88%	4.00%

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

6、盈利增长的不确定因素

1) 银行是否可以通过成本控制缓解盈利压力?

在银行经营情况出现一定困难时, 银行可以通过成本控制释放一部分利润增长, 但这一部分盈利增长仍存在一定的不确定性。如果上市银行成本收入比每下降 1%, 将增厚 09 年利润约 1.7%-2.8%。成本收入比高的公司更有望受益于成本控制。

表 8: 成本收入比下降 1%对净利润的影响

	2009E 成本收入比	2010E 成本收入比	成本收入比下降 1%增 厚 09E 年利润	较原预测增厚
工行	34.00%	34.00%	2,565	2.24%
交行	32.00%	32.00%	615	2.16%
招商	34.00%	34.00%	487	1.95%
浦发	37.00%	37.00%	277	2.44%
民生	39.50%	39.00%	269	2.58%
兴业	36.00%	36.00%	247	2.17%
深发展	38.00%	38.00%	211	2.81%
南京	30.00%	30.00%	28	1.87%
北京	25.00%	25.00%	89	1.67%

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

2) 平滑盈利增长?

08 年上市银行的净利润增长仍较保持较快的增长, 不排除银行在今年年底加大对不良贷款拨备的计提, 做为平滑业绩增长的一种方式手段。这种情况下, 08 年上市银行的净利润增长仍将继续放缓, 低于原先预测全年 45% 的水平, 并在 09 年平缓计提这一部分拨备的增长, 以平滑盈利增长。

3) 营业税下调?

当利率处于下降通道中，银行存贷利差收窄，银行业的盈利能力受到削弱，下调银行营业税不失为方式适当对银行适当减负并防止其业绩快速下滑。银行可用降低营业税减负的部分补充资本金，以提高抗风险能力。

营业税属流转税，其计税依据为营业收入，不受费用开支、盈亏情况的影响，即不论盈利与否，只要存在收入就要缴纳营业税。目前，多数发达国家对银行业普遍实行免税或低税政策，如英法等国对银行业免征营业税；德国营业税是以所得利润为税基，即使税率相同，其税负较轻。

如果全部减免营业税，可提升银行 09 年利润 11-20%，对业绩的提升作用十分明显。

4) 债券价值受益于债券牛市?

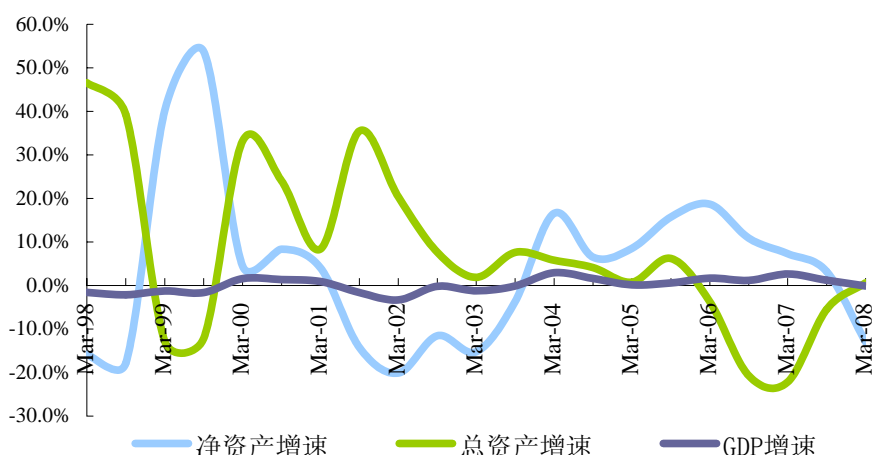
在降息背景下，09 年债券市场仍将有良好表现，债券公允价值的上升将进一步增厚银行的利润，但债券价格上升幅度、银行的久期结构、会计分类的差异将影响到债券对各个银行有着不同的影响。

三、净资产“夯实”，估值达历史低点

1、净资产仍将实现正增长

相对于国外银行股来说，国内银行股的净资产计量较为审慎。1) 兼并收购产生的商誉并不计入净资产；2) 股票投资、房地产浮赢也未如日本、美国的银行一样计入净资产，而这部分资产受价格因素影响较大，净资产可能有较大的减值损失。

图 27 日本净资产、总资产波动极大



数据来源: CEIC, 上海证券研究所

国内银行除个别银行拥有股票资产外,大部分银行的净资产中都不包含股票资产。除招商银行在收购永隆银行后,将确认约 215 亿元商誉,约占 08 年 3 季度净资产的 25.7%,其他银行的股票资产占比较小。而债券资产出现价格大幅波动的可能性较小。因此,中国商业银行的净资产仍较夯实,且再出现减值计提的可能性较小。

未来净资产仍将实现正增长,估值仍将下移。09 年、10 年,银行可能出现负增长,但在经济保持 7-8% 增速的情况下,未来两年商业银行出现亏损的可能性非常低。净资产仍能保持稳定的正增长,银行股估值水平在未来仍将下降。

可供出售类债券公允价值上升将增厚净资产。受益于债券牛市,银行可供出售类债券价值上升将进一步增厚净资产。

表 9: 可供出售公允价值上升将增厚净资产

	工行	交行	招商	浦发	民生	兴业	深发展	南京	北京
交易类	43,739	17,003	12,865	29	4,008	5,561	1,876	4,283	5,730
可供出售类	589,512	145,984	155,229	10,851	59,083	48,559	36,858	10,139	92,809
09E 净资产	239,697	168,960	103,834	44,179	79,919	55,336	25,817	12,036	34,020
1% 可供出售公允价值增加	5,895	1,460	1,552	109	591	486	369	101	928
占 09 年净资产比重	2.46%	0.86%	1.49%	0.25%	0.74%	0.88%	1.43%	0.84%	2.73%

数据来源: 上海证券研究所整理

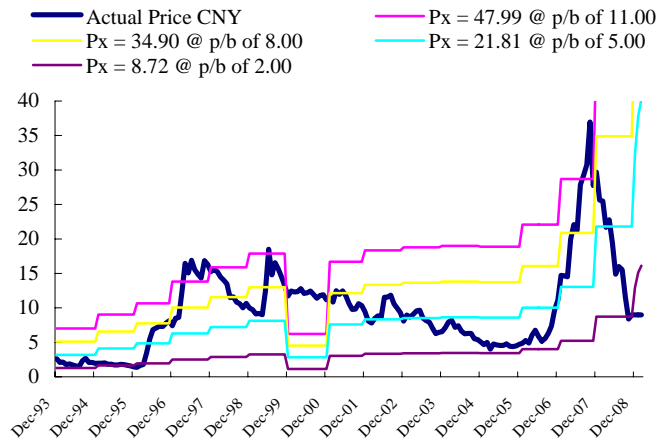
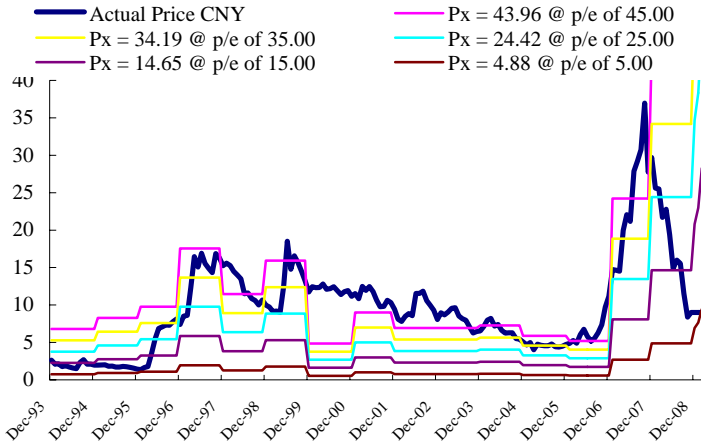
2、估值已具长期投资价值

估值水平已达历史低点。从上市银行历史的估值市净率、市盈率估值区间来看,上市银行目前的市盈率估值水平已达历史最低的区间内,而市净率估值水平接近最低区间。虽然,未来由于银行股业绩有

负增长的可能性，市盈率可能有所回升，但从市净率角度，我们前面也分析了上市银行的净资产水平相对较扎实，行业基本面的影响对市净率估值并不会产生负面影响。因此，银行目前的估值水平从长期来看已具备一定的吸引力。

图 28 深发展上市以来市盈率估值区间

图 29 深发展上市以来市净率估值区间

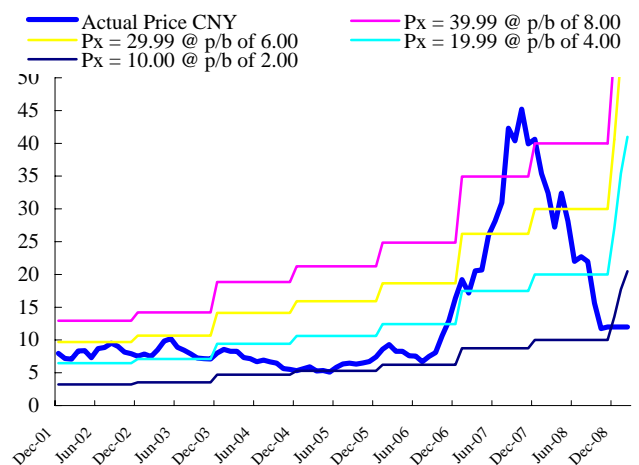
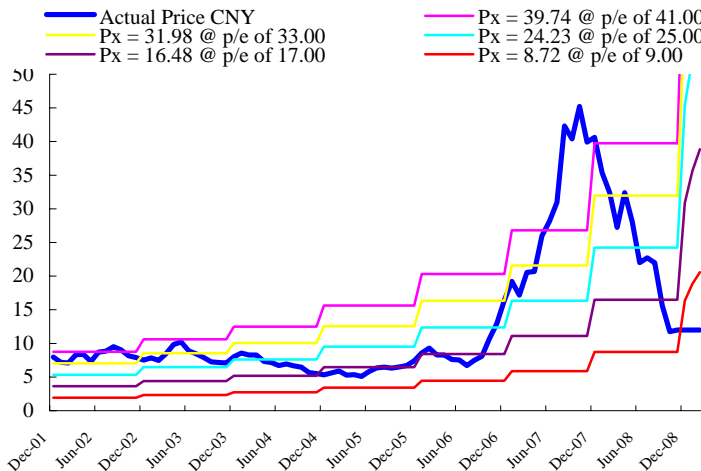


数据来源: BLOOMBERG, 上海证券研究所

数据来源: BLOOMBERG, 上海证券研究所

图 30 浦发银行上市以来市盈率估值区间

图 31 浦发银行上市以来市净率估值区间

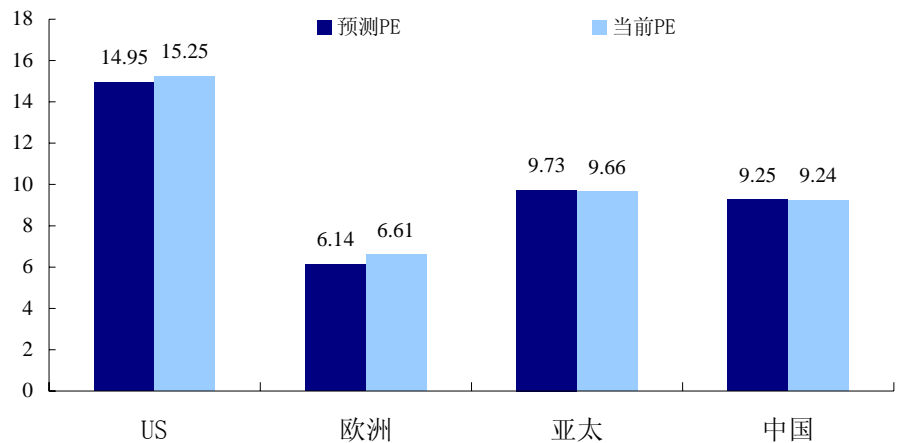


数据来源: BLOOMBERG, 上海证券研究所

数据来源: BLOOMBERG, 上海证券研究所

横向比较来看，银行股相对估值从国际角度也具备一定的价值。美国银行股预测市盈率为 14.95 倍；亚太银行股预测市盈率为 9.73 倍，欧洲银行股预测市盈率为 6.61 倍。从银行业发展阶段来看，我们认为中国银行股和亚太银行股均处在行业的发展上升阶段，最具有可比性，但两者的估值已接轨。

图 32 银行股国际估值比较



数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

表 10: 国内银行股相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	12/3 股价	每股收益(元)			市盈率			每股净资产(元)			市净率		
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E
深发展 A	000001 SZ	RMB	9.65	1.16	1.32	1.32	8.35	7.31	7.31	5.67	7.39	8.31	1.70	1.31	1.16
浦发银行	600000 SS	RMB	12.90	1.26	2.00	2.01	10.22	6.46	6.41	6.50	6.40	7.80	1.99	2.02	1.65
华夏银行	600015 SS	RMB	7.88	0.50	0.79	0.79	15.75	9.95	9.98	3.11	5.63	6.18	2.53	1.40	1.28
民生银行	600016 SS	RMB	4.25	0.44	0.56	0.55	9.71	7.65	7.69	3.47	3.86	4.25	1.22	1.10	1.00
招商银行	600036 SS	RMB	12.49	1.04	1.59	1.66	12.05	7.86	7.51	4.62	5.81	7.06	2.70	2.15	1.77
兴业银行	601166 SS	RMB	14.69	1.72	2.41	2.28	8.55	6.09	6.43	7.78	9.47	11.07	1.89	1.55	1.33
北京银行	601169 SS	RMB	8.54	0.54	0.83	0.86	15.89	10.25	9.97	4.28	4.86	5.46	2.00	1.76	1.56
交通银行	601328 SS	RMB	4.79	0.42	0.60	0.58	11.44	8.03	8.24	2.62	3.04	3.44	1.83	1.58	1.39
工商银行	601398 SS	RMB	3.87	0.24	0.34	0.34	15.91	11.28	11.27	1.61	1.85	2.09	2.40	2.09	1.85
建设银行	601939 SS	RMB	4.25	0.30	0.45	0.46	14.38	9.40	9.33	1.81	2.08	2.40	2.35	2.30	2.03
中国银行	601988 SS	RMB	3.23	0.22	0.29	0.29	14.58	11.17	11.31	1.67	1.87	2.07	1.93	1.73	1.56
中信银行	601998 SS	RMB	4.15	0.21	0.41	0.41	19.54	10.24	10.11	2.16	2.47	2.76	1.92	1.68	1.51
南京银行	601009 SS	RMB	9.01	0.50	0.78	0.81	18.19	11.55	11.12	5.41	5.93	6.55	1.67	1.52	1.38
宁波银行	002142 SS	RMB	7.30	0.38	0.60	0.57	19.19	12.17	12.81	3.21	3.56	3.96	2.27	2.05	1.84
大银行平均							14.08	9.97	10.04				2.13	1.92	1.71
中型银行平均							12.03	7.94	7.92				1.99	1.60	1.38
城商行平均							17.76	11.32	11.30				1.98	1.78	1.59
平均							13.84	9.24	9.25				2.03	1.73	1.52

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所

表 11: 银行股国际估值比较

股票名称	货币	12/3 股价	每股收益			市盈率			每股净资产			市净率		
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E
CITIGROUP INC	USD	7.82	0.73	-2.77	0.02	10.71	-2.83	521.33	18.10	14.69	14.07	0.43	0.53	0.56
BANK OF AMERICA CORP	USD	15.05	3.35	1.51	2.39	4.49	9.94	6.31	30.01	30.24	31.35	0.50	0.50	0.48
JPMORGAN CHASE & CO	USD	30.25	4.51	1.60	2.85	6.71	18.97	10.60	36.95	37.02	38.35	0.82	0.82	0.79

WELLS FARGO & CO	USD	28.10	2.41	2.03	2.07	11.66	13.84	13.61	13.95	14.62	15.33	2.01	1.92	1.83
美国市场均值						8.39	9.98	137.96				0.94	0.94	0.91
BANK OF CHINA LTD - H	HKD	2.34	0.22	0.29	0.30	10.64	8.07	7.72	1.70	1.98	2.27	1.38	1.18	1.03
CHINA CONSTRUCTION														
BANK-H	HKD	4.24	0.30	0.45	0.48	14.13	9.40	8.93	1.94	2.22	2.52	2.18	1.91	1.69
BANK OF COMMUNICATIONS														
CO-H	HKD	4.91	0.42	0.60	0.61	11.69	8.18	8.12	2.84	3.19	3.55	1.73	1.54	1.39
BOC HONG KONG HOLDINGS														
LTD	HKD	8.48	1.46	1.04	1.31	5.80	8.18	6.49	8.99	9.10	9.48	0.94	0.93	0.89
HANG SENG BANK LTD	HKD	101.00	9.54	8.50	8.58	10.59	11.88	11.77	29.09	31.29	33.57	3.47	3.23	3.01
IND & COMM BANK OF CHINA														
ASI	HKD	7.15	1.41	1.08	1.21	5.07	6.62	5.91	12.13	12.30	12.60	0.59	0.58	0.57
BOC HONG KONG HOLDINGS														
LTD	HKD	8.48	1.46	1.04	1.31	5.80	8.18	6.49	8.99	9.10	9.48	0.94	0.93	0.89
香港市场均值						9.10	8.64	7.92				1.61	1.47	1.35
DEUTSCHE BANK														
AG-REGISTERED	EUR	25.70	13.65	2.24	6.31	1.88	11.47	4.07	60.94	58.68	60.48	0.42	0.44	0.42
BNP PARIBAS	EUR	40.45	8.49	6.20	6.77	4.76	6.52	5.97	56.28	59.14	62.56	0.72	0.68	0.65
CREDIT SUISSE GROUP														
AG-REG	CHF	27.70	7.43	-0.65	4.51	3.73	n. a.	6.15	37.47	34.32	36.33	0.74	0.81	0.76
欧洲市场均值						3.46	8.90	5.40				0.63	0.64	0.61

资料来源: Bloomberg, 上海证券研究所

四、风险因素

1、经济下行风险

在全球经济放缓的背景下,工业企业经营状况大幅下滑,不排除出现预测更糟的情况出现,或调整周期在 2010 年内不能结束,并有进一步向下衰退的可能性。这将对银行的资产质量状况产生更加严峻的考验。另一方面,银行的利差进一步受挤压,经营压力加大。

2、非对称降息

如央行继续完全非对称的降息,如降贷款收益率 27 个 bp,存款收益率保持不变,这种情况下,银行息差将收窄 15-20 个 bp,将直接导致银行 09、10 年业绩出现负增长。

3、外币债券资产进一步损失风险

大型银行投资的国外金融机构的债券仍面临损失风险。次贷危机尚未结束，各大型商业银行所持有的金融机构的债券仍有可能受海外金融机构倒闭，或者由于评级下调的影响，导致其债券公允价值下降，从而造成一定的损失。

中行、招商、建行、中信银行相关外汇资产占净资产比重较大，存在一定的风险。

表 12：上市银行美元债券占净资产的比重(08H)

	美元债券	外币债券	净资产	美元债券占净资产的比重
宁波	8	8	8,205	0.10%
浦发	456	456	34,607	1.32%
南京	332	332	10,188	3.26%
深发展	690	725	16,943	4.07%
北京	2,616	2,616	28,723	9.11%
兴业	4,898	5,168	43,882	11.16%
民生	9,369	9,395	54,618	17.15%
交通*	24,832	30,286	134,955	18.40%
华夏	2,723	3,030	14,482	18.81%
工行	166,175	188,742	550,007	30.21%
中信	32,290	37,376	90,191	35.80%
建行	173,195	197,298	454,030	38.15%
招商*	30,426	34,756	77,496	39.26%
中行	412,436	1,261,034	435,263	94.76%

数据来源：公司报告，上海证券研究所 *交通、招商银行为07年末数据

五、投资策略

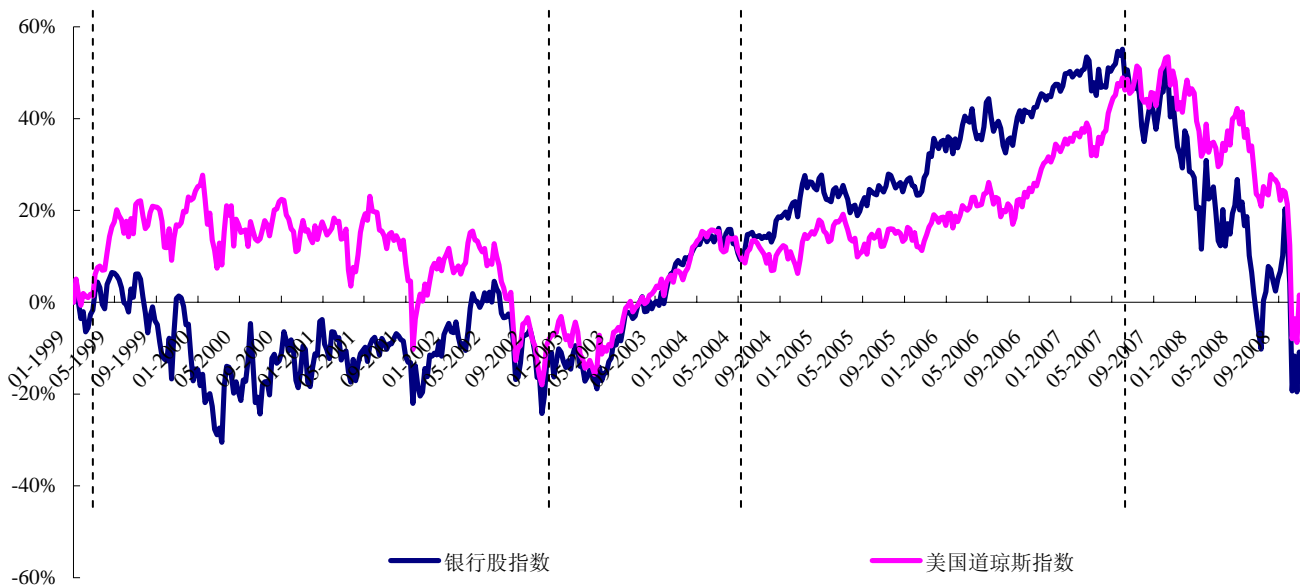
■ 维持行业“中性”评级。

从美国银行股指数与道琼斯工业指数涨跌幅比较来看，银行股在下行经济周期内，是难以超越指数涨跌幅。其中在 1999-2003 年阶段，美国经济处在衰退下行阶段，银行股涨幅远落后于指数涨幅，并持续的负收益；在 2003.7-2004.7 之间，美国经济复苏期，银行股涨幅基本与大盘同步；在 2005-2007.7 之间，美国经济持续向好，银行股指数超越大盘指数；而在 2008-现在，美国金融危机期，银行股指数跌幅也远远超过了大盘。

由此可见：

- 1) 银行股表现还是与国家的经济状况息息相关，在经济状况未见明显好转之前，银行股并不能超越大盘涨幅，反而远远落后于大盘走势；
- 2) 银行股表现能够强于大盘仅在经济向好时期；
- 3) 银行股的反转并未先于大盘，并基本与大盘指数同步。主要原因仍在银行业绩反转仍滞后于经济周期半年至一年的时间。

图 33 美国银行股指数与道琼斯指数涨跌幅比较



数据来源: BLOOMBERG, 上海证券研究所

维持银行业“中性”评级，在经济前景不明朗的情况下，银行未来两年保持盈利正增长仍存在一定的不确定性。虽然，从历史估值水平来看，银行股的估值已达历史低点，但基本面因素仍将是制约未来银行股走强的不确定因素之一，估值水平难以大幅提升，我们维持行业“中性”评级。

■ 建议关注风险资产占比低、息差下降风险小、稳定分红和资本充足（未来融资压力小）的公司

在宏观基本面存较大不确定因素的情况下，我们从风险资产占比、息差下降风险小、具备稳定分红、资本充足、估值这5各方面考虑，我们重点推荐南京银行、招商银行、北京银行和工商银行。

表 13: 银行股选股思路

	风险资产占比		息差压力		资本充足		分红能力		估值				
公司	高风险贷款占比 (房地产+制造业)	存贷比	入选公司	活期存款占比	债券期限	入选公司	核心资本充足率	入选公司	07年股息率	入选公司	09ROAA	09PB	入选公司

+ 商业贸易)

工行	41.70%	56.15%	√	48.36%	2.21	√	10.33%	3.44%	√	1.15%	1.85		
中行	44.59%	62.00%		41.71%	2.97	√	10.85%	3.10%	√	1.03%	1.73		
建行	30.08%	61.19%		55.84%	2.70		10.08%	1.53%		1.37%	1.77		
交行	41.15%	60.71%		48.59%	2.32		9.98%	3.13%	√	1.05%	1.39		
招商	34.35%	74.59%	√	53.57%	2.06		8.83%	2.24%		1.43%	1.77	√	
中信	50.10%	74.61%		44.62%	1.73		12.34%	√	1.29%	1.35%	1.51	√	
浦发	45.19%	74.53%		45.40%	2.15		4.95%	1.24%		0.92%	1.65		
民生	47.00%	71.21%		44.12%	2.42		6.57%	1.18%		1.12%	1.00	√	
华夏	40.15%	72.38%		42.99%	2.82		7.80%	1.40%		0.56%	1.27		
兴业	38.85%	70.13%		38.36%	3.04		8.49%	2.18%		1.11%	1.33		
深发展	45.10%	71.87%		31.37%	1.24	√	6.15%	0.09%		0.81%	1.16		
南京	38.18%	62.16%	√	58.92%	3.22	√	22.56%	√	3.33%	√	1.42%	1.38	√
北京	31.00%	61.05%	√	53.15%	2.04		16.18%	√	1.41%		1.19%	1.56	
宁波	80.98%	68.32%		53.35%	2.71		15.50%	√	2.74%		1.28%	1.84	

资料来源：公司报告，上海证券研究所

六、重点公司

1、南京银行（601009）

■ 高资本充足率将助推各项业务的开展

南京银行是资本充足率最高的上市银行，高资本充足率将助推更好地实现多元化经营和跨区域发展等各项业务的发展。

■ 高债券占比将可多重受益于下行周期

1) 在经济前景恶化情况下，债券是良好的低风险资产，可以提供了稳定收益；

2) 公司的债券期限结构上市银行中最长，且债券占比最高，净息差压力相对较轻；

3) 已有债券的公允价值上升将有利于增厚利润和净资产；

4) 公司拥有债券类业务的全牌照，债券发行业务量上升将有助于公司的债券承销的手续费业务收入，中间业务仍可保持较快的增长。

■ 公司的总资产收益率一直处于行业前列，分红率居前

考虑到不同银行杠杆比例不同，这里我们用总资产收益率来衡量银行的盈利能力。南京银行的资金利用效率较高，是成长性较高、回报丰厚的城市商业银行。此外，公司的分红派息率及分红能力（每股

未分配利润/均在行业中位居前列，

■ **经营稳健，主动增加拨备计提增加安全性**

公司经营风格较为稳健，高风险贷款占比较低，且公司主动增加对拨备的计提将有助于其抵御经济周期的影响。公司的中小企业贷款对象主要针对是与当地国有企业相联系的中小企业，风险相对可控。外币债券敞口较小，基本不受国外金融危机的影响。

■ **新设分行、多元化经营有序开展**

公司上海分行已经开业，北京分行也即将营业，未来将积极布局一线城市，实现全国的辐射。此外，公司也在积极考虑参股财险公司和租赁公司，实现多元化经营。

■ **风险因素：**中小企业贷款有恶化的风险。

表 14: 南京银行盈利预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,508	1,925	2,952	3,258	3,671
年增长率 (%)	18.53	27.60	53.58	10.36	12.66
归属于母公司的净利润	595	909	1,429	1,496	1,575
年增长率 (%)	-1.66	52.95	57.17	4.65	5.26
每股收益 (元)	0.490	0.495	0.778	0.814	0.857
PBR (X)	4.17	1.67	1.51	1.37	1.26

资料来源：公司报告，上海证券研究所

2、招商银行 (600036)

■ **风险资产占比低，经营稳健**

公司的贷款分布较均衡，高风险贷款占比较低。个人住房贷款等占比较高，但风险较小。经营稳健，拨备覆盖率等指标均在业内巨前。

■ **高盈利能力享有高估值**

上市银行中，净资产收益率、总资产收益率均处在行业前列，盈利能力较为突出，应享有高回报率下的高估值。

■ **风险控制能力较强**

公司的风险控制能力较强，资产质量各项指标在行业内具前。我们预计 09 年、10 年，公司信贷成本各上升 15 个 bp 和 17 个 bp，小于行业平均水平。

■ **风险因素：**1) 经济下行风险；2) 投资永隆银行计提商誉减值损失。

表 15: 招商银行盈利预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	40,958	56,222	61,737	68,613
年增长率 (%)	65.35	37.27	10.36	12.66

归属于母公司的净利润	15,243	23,378	24,472	25,705
年增长率 (%)	124.36	53.37	4.68	5.04
每股收益 (元)	1.040	1.590	1.664	1.748
PBR (X)	2.70	2.15	1.77	1.49

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所

3、北京银行 (601169)

■ 风险资产占比较低, 资产质量有望保持平稳

公司的高风险贷款占比较低, 特别是工业制造业的风险偏高行业贷款占比较低。存贷比较低, 风险资产占总资产比重较低。公司的中小企业贷款多为国企、央企贷款, 风险程度相对可控。资产质量有望平稳过渡。

■ 债券资产占比较高, 债券价格上升将增厚净资产

公司债券资产占比高, 且均划归为交易性和可供出售类债券, 债券公允价值上升对净资产增厚作用最为明显。

■ 跨区域战略在异地可复制, 规模高增长仍可期待

公司通过对大型央企、国企、以及在当地相关企业的贷款, 可以在不同的区域复制其在北京地区的策略, 未来 1-3 年, 仍将是公司异地扩张的高峰期, 规模高增长仍可以持续。

■ 风险因素: 1) 中小企业贷款风险; 2) 限售股解禁风险。

表 16: 北京银行盈利预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	7,631	10,582	11,476	12,793
年增长率 (%)	33.89	38.68	8.44	11.48
归属于母公司的净利润	3,348	5,187	5,336	5,550
年增长率 (%)	56.43	54.91	2.88	4.00
每股收益 (元)	0.538	0.833	0.857	0.891
PBR (X)	2.00	1.76	1.56	1.40

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭昌盛、郭敏、沈莉

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。