银行业研究分析方法

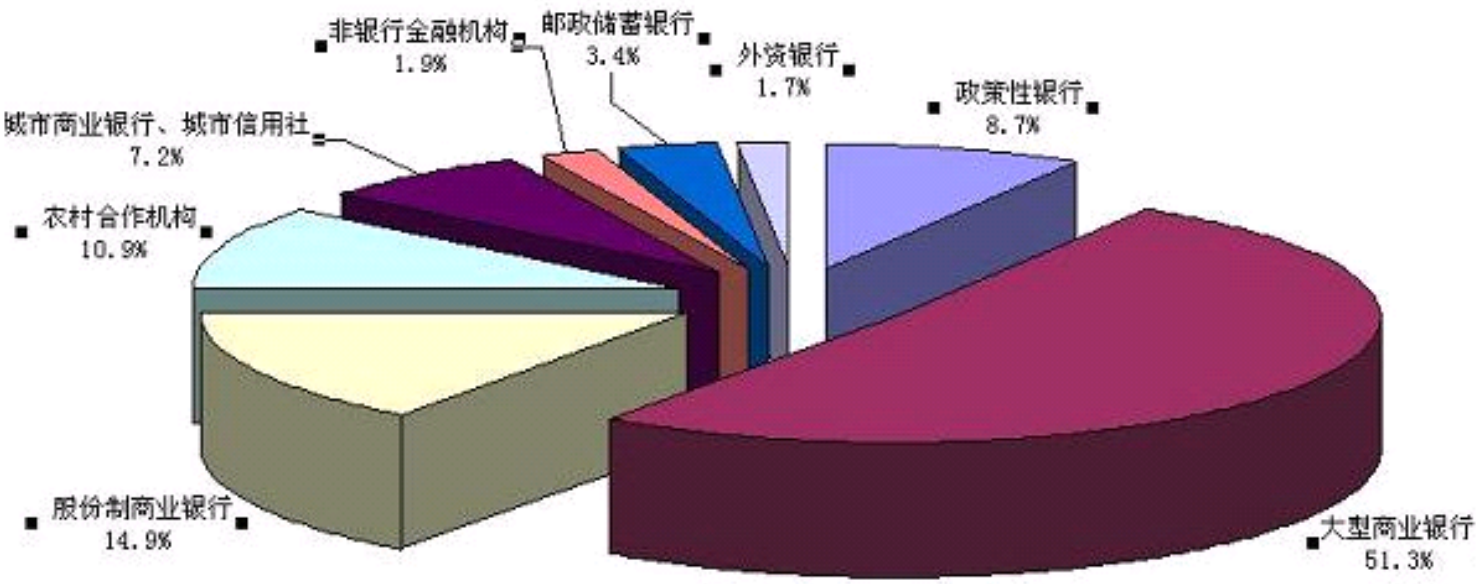
2010年7月

专题

行业概况及盈利模式

行业基本情况

- 银行资产超80万亿，50%掌握在5大行手里
- 15家上市银行的规模约占全部银行资产65%



- 数据来源：银监会，华泰联合证券研究所

行业盈利模式

- 传统模式：资金市场中介
- 未来模式：全面金融服务提供商

资产负债项目	占总资产%	损益项目1	占营收%	损益项目2	占营收%
现金及存放央行	13%	营业收入	100%	营业收入	100%
同业往来	7%	利息净收入	84%	利息净收入	48%
投资	28%	利息收入	138%	利息收入	
客户贷款	48%	利息支出	54%	利息支出	
其他资产	3%	手续费及佣金净收入	15%	手续费及佣金净收入	28%
资产总计	100%	其他非利息收入	1%	其他非利息收入	24%
同业往来	12%	营业支出	43%	营业支出	71%
同业存放	9%	营业税金及附加	6%	营业税金及附加	49%
发行债券	1%	管理费用	30%	管理费用	
客户存款	77%	资产减值损失	7%	资产减值损失	22%
其他负债	3%	营业外收支净额	0%	营业外收支净额	2%
负债总计	94%	所得税	13%	所得税	5%
股东权益	6%	净利润	44%	净利润	24%

数据来源：Wind，公司年报，华泰联合证券研究所

说明：资产负债项目和损益项目1为国内上市银行数据，损益项目2为汇丰银行数据。

行业驱动因素

- 核心（周期性）因素：规模、息差、不良（风险成本）
- 其他（结构性）因素：经营费用、手续费收入、所得税

利润驱动因素分解 %

		规模	息差	非利息收入	信贷成本	营业税	管理费用	营业外净额	所得税	净利润
上市银行	2004年度	14.1%	7.7%	3.7%	3.2%	-0.6%	-1.6%	4.6%	1.0%	32.0%
	2005年度	16.4%	0.2%	-1.0%	14.2%	-0.2%	-2.5%	0.5%	-7.2%	20.3%
	2006年度	18.8%	2.2%	-1.5%	-0.5%	-0.5%	2.2%	1.1%	3.7%	25.5%
	2007年度	19.1%	30.3%	12.9%	2.3%	0.9%	-7.7%	-0.2%	-0.6%	56.9%
	2008年度	16.9%	3.3%	7.2%	-20.5%	-3.5%	13.3%	0.1%	13.7%	30.5%
	2009年度	25.9%	-53.3%	0.3%	33.0%	0.1%	11.1%	-0.2%	0.4%	17.4%

数据来源：Wind，公司年报，华泰联合证券研究所

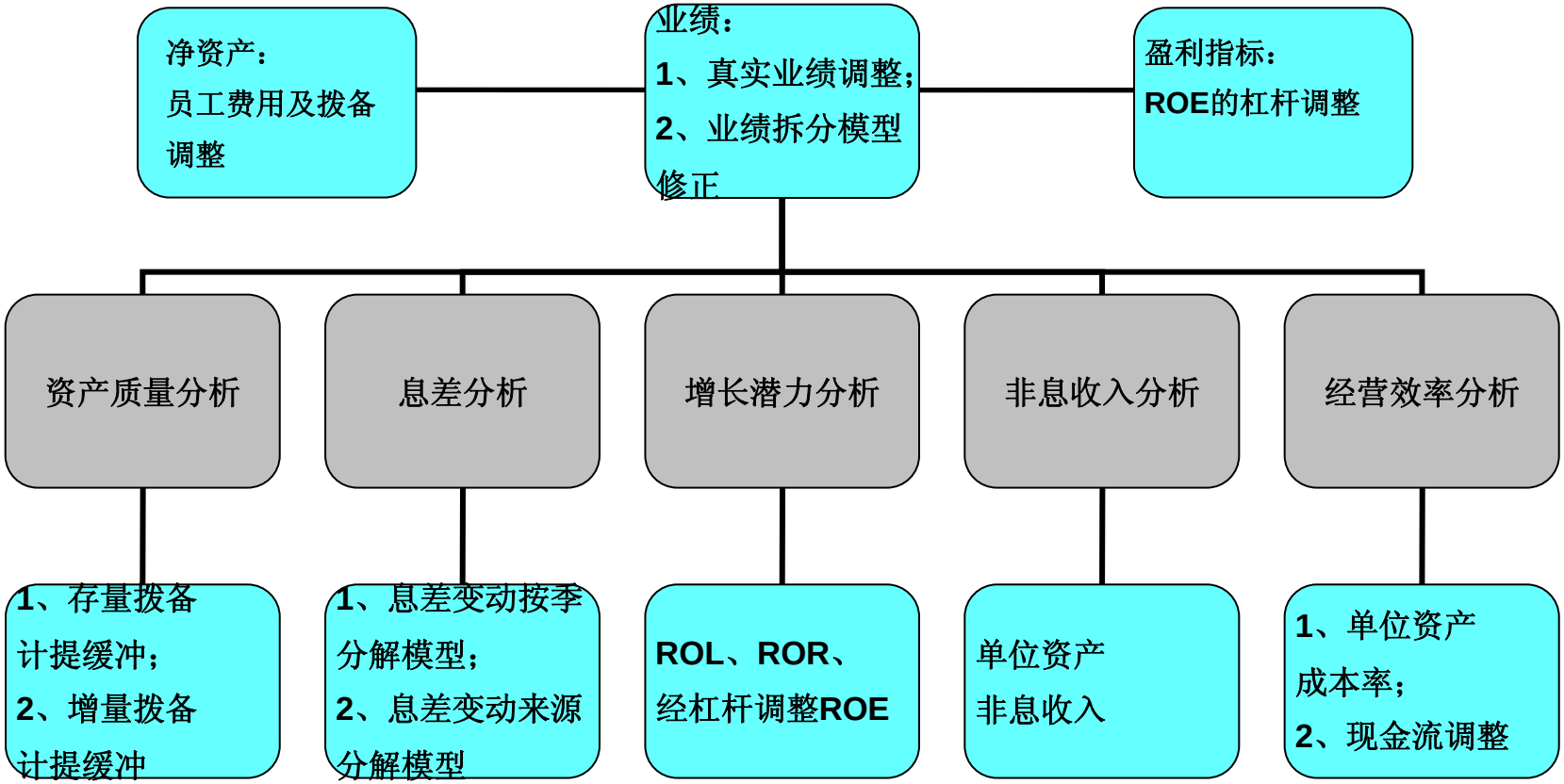
重点跟踪指标

- 规模：存款数据（M2）、贷款数据
- 息差：存贷款利率、货币及债券市场利率；存款活期化情况、贷款业务结构、贷款的期限结构
- 不良：企业盈利、资产价格；地区性银行资产质量、关注类贷款的变化

专题

行业的微观分析框架

联证研究所主要贡献



说明：1、该表蓝色部分主要展示了联合证券创建或改进的指标、模型及分析方法；2、指标、模型及分析方法的具体定义及运用详见后面内容

不良：关注不良净生成提供的信息

- 不良率
  - 不良贷款/贷款余额，广泛使用，反映存量资产质量
  - 不足：由于各行贷款核销力度历来不一，不良率的变动实际上并不能较好的衡量当期的风险水平
- 不良净生成率更为关键
  - 我们建议使用不良净生成率的指标，综合考虑不良贷款的核销、转出和收回
  - 不良贷款净生成：不良贷款余额变动 + 核销 + 转出 – 收回

联证观点

- 历年的回收状况和不良净生成的变动情况，同样能给我们提供有用的信息
  - 更高的不良回收历史，可能意味着更严格的贷款分类划分
  - 相反，更稳定的生成水平，有时则可能来自贷款分类的人为平滑

不良：关注不良净生成提供的信息

不良贷款率					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	2.87	2.45	1.31	3.96	11.41
2005 年	2.58	1.97	1.28	3.04	9.33
2006 年	2.12	1.83	1.23	2.73	7.99
2007 年	1.54	1.46	1.22	2.25	5.62
08 年 H1	1.25	1.22	1.21	2.06	4.64

数据来源：WIND，联合证券研究所。

- 数据解读
  - 招行04-05年不良净生成较高，而后下降；浦发04-06的不良净生成较高，而后下降；民生、华夏04-08年的不良净生成一直较高
  - 点评：各行在不良及时分类的会计政策上显著不同

不良贷款核销率					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	0.09	0.18	0.15	0.29	0.65
2005 年	0.18	0.28	0.17	0.39	0.42
2006 年	0.06	0.28	0.11	0.41	0.33
2007 年	0.09	0.15	0.15	0.53	1.14
08 年 H1	0.01	0.00	0.16	0.47	0.60

数据来源：WIND，联合证券研究所。

不良贷款净生成率					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	0.40	0.57	0.65	0.79	2.82
2005 年	0.48	0.36	0.53	0.36	0.54
2006 年	0.06	0.55	0.35	0.40	0.33
2007 年	-0.18	0.06	0.33	0.46	0.09
08 年 H1	-0.30	-0.15	0.38	0.45	-0.30

数据来源：WIND，联合证券研究所。

不良：存量拨备计提缓冲

- 不良贷款拨备覆盖率
  - 不良贷款拨备余额/不良贷款余额，广泛使用，反映不良贷款拨备的充足程度
  - 不足：不良率为1%和0.1%所对应500%覆盖率的含义显然不同，前者显然具有更高的新增不良缓冲能力

联证观点

- 存量拨备计提缓冲
  - 我们引入了存量拨备计提缓冲的概念：指扣除了不良贷款对应拨备之后的拨备对于正常贷款的覆盖率
  - 该指标可更好的反映现有拨备对于新增不良贷款的缓冲能力

不良贷款拨备覆盖率 %

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	101	117	113	61	35
2005 年	111	142	103	69	43
2006 年	136	151	117	84	48
2007 年	180	191	113	109	48
08 年 H1	216	215	114	126	54

数据来源：WIND，联合证券研究所。

存量拨备计提缓冲 %

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	1.05	1.36	0.71	0.23	-3.44
2005 年	1.18	1.57	0.57	0.45	-1.76
2006 年	1.37	1.62	0.55	0.56	-1.00
2007 年	1.58	1.85	0.52	0.83	-0.20
08 年 H1	1.72	1.75	0.57	1.18	-0.12

数据来源：WIND，联合证券研究所。

不良：增量拨备计提缓冲

- 信用成本
  - 当期计提的贷款拨备/平均贷款余额，作为反映贷款风险成本的指标
  - 不足：极大受到各行拨备计提政策的影响
  - 有观点认为，较高的当期信用成本，提供了较高的风险缓冲：其潜在假设是各行的信用成本趋于一致，而忽略了各行不良净生成历来的差异

联证观点

- 增量拨备计提缓冲
  - 我们引入增量拨备计提缓冲的指标，指当年计提的风险成本-由实际资产质量变动确定的风险成本
  - 该指标可用以考察当期计提的风险成本，多大程度可以对新增不良形成缓冲；该指标也剔除了各行拨备计提政策差异的影响
  - 由于数据频率问题，我们另外引入一个简化的替换指标，指当年计提的风险成本-不良净生成率

不良：增量拨备计提缓冲

信用成本					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004年	0.81	1.11	0.56	0.88	1.51
2005年	0.84	0.96	0.55	0.76	1.21
2006年	0.68	0.89	0.52	0.94	1.10
2007年	0.49	0.70	0.45	1.17	0.96
08年H1	0.44	0.39	0.48	1.25	0.86

数据来源：WIND，联合证券研究所。

- 数据解读
  - 民生历来在拨备的提取方面都略欠谨慎
  - 招行与浦发似乎相对更为谨慎
  - 华夏与深发展较高的拨备提取与其较低的存量拨备计提缓冲有关

增量拨备计提缓冲					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004年	0.50	0.60	-0.24	0.12	-0.02
2005年	0.19	0.35	-0.29	0.03	0.62
2006年	0.33	0.24	-0.18	0.06	0.30
2007年	0.43	0.57	-0.27	0.30	0.58
08年H1	0.31	-0.01	0.01	0.47	-0.09

数据来源：WIND，联合证券研究所。

信用成本-不良净生成率					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004年	0.41	0.54	-0.09	0.09	-1.31
2005年	0.36	0.6	0.02	0.4	0.67
2006年	0.62	0.34	0.17	0.54	0.77
2007年	0.67	0.64	0.12	0.71	0.87
08年H1	0.74	0.54	0.1	0.8	1.16

数据来源：WIND，联合证券研究所。

息差：资产负债结构与重定价错配

- 息差的变动风险
  - 资产负债结构
  - 重定价期限错配
  - 盈利水平的缓冲能力

资产结构和重定价缺口的差异，导致各行息差敏感度不一 %

	投资/总资产	按揭/总资产	贷款/定期存款	利率敏感性缺口（占总资产）					
				3个月内	3至12个月	1至5年	5年以上	累计缺口	其中：1年以内
工行	34	6	109	17	16	16	5	54	33
建行	32	8	140	21	23	11	5	60	45
中行	29	10	97	18	14	9	4	45	32
交行	28	6	136	24	13	5	4	47	38
招行	31	9	173	46	12	3	1	61	58
中信	27	6	153	44	9	2	1	56	53
浦发	20	9	148	17	29	2	1	48	45
民生	20	8	134	31	1	6	3	40	32
兴业	28	13	182	18	31	3	0	51	48
华夏	20	4	125	29		4	8	41	29
深发展	30	14	107	14	15	5	1	36	30
北京	30	4	153	17	35	-1	5	56	52
南京	36	4	136	10	12	20	7	49	21
宁波	17	8	152	21	16	5	5	47	37
合计	30	8	126	21	18	10	4	52	38

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

息差：息差变动分解模型

联证观点

- 息差变动分解模型
  - 为更准确衡量息差变动的实际来源，我们构建了息差变动来源的分解模型
  - 以招行为例，07年及08年H1息差的大幅扩大，很大部分来自市场利率的提高

招行 07 年及 08 年 H1 息差扩大的来源分解 BP

	2007 年	2008 年 H1
利率因素	38.7	72.6
存贷款利率	5.4	13.7
其他资产利率	30.5	53.5
其他负债利率	2.8	5.4
结构因素	0.5	-2.0
一般贷款	-0.4	0.8
自营贷款	1.9	-0.1
自营存款	5.5	3.3
资产结构	-14.3	-10.1
负债结构	7.8	4.1
合计	39.3	70.6

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

规模成长：资金的支撑

- 调整弹性
  - 一看贷存比，二看贷款占资产的比例
  - 贷存比用于考察资金来源的流动性情况，贷款占资产的比例则用于考察资金运用的流动性情况
- 成长记录
  - 一看历史增速，二看离差水平（离差/平均增速）
  - 离差水平是执行力的一个侧面反映

规模成长：资本的支撑

- 核心资本充足率
  - 核心资本/风险资产，用于考察存量资本对于扩张的支持能力
  - 不足：忽略了资本创造能力的差异

联证观点

- **ROL和ROR**
  - 这是我们在分析增长潜力时引入的两个新指标，**ROL**指贷款回报率，**ROR**指风险资产回报率
  - 可用于考察增量资本对于贷款（风险资产）扩张的支持能力

规模成长：资本及资金

增长的资本及资金来源 %

		增长潜力		调整弹性			历史记录	
	核心充足率	ROR	ROL	贷存比	贷款/资产	04-07 增长	离差/均速	08-09 增长
工行	10.30	2.67	2.80	54.00	46.00	10.00	22.00	14.00
建行	10.10	2.35	2.70	58.00	48.00	15.00	31.00	14.00
中行	10.90	1.56	1.90	64.00	48.00	10.00	35.00	14.00
交行	10.00	1.93	2.00	68.00	51.00	15.00	56.00	21.00
招行	8.00	2.11	2.30	65.00	50.00	23.00	8.00	20.00
中信	12.30	1.14	1.30	74.00	59.00	22.00	49.00	10.00
浦发	5.00	1.27	1.30	72.00	56.00	25.00	41.00	14.00
民生	6.60	0.86	1.00	79.00	58.00	21.00	65.00	18.00
兴业	8.50	1.43	1.60	79.00	48.00	21.00	30.00	12.00
华夏	7.60	1.04	1.00	71.00	51.00	18.00	20.00	8.00
深发展	6.20	1.21	1.30	73.00	57.00	19.00	33.00	24.00
北京	16.20	3.14	3.10	59.00	45.00	14.00	42.00	17.00
南京	22.60	3.18	3.80	60.00	38.00	22.00	48.00	20.00
宁波	15.50	2.35	2.80	64.00	46.00	23.00	26.00	29.00

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、核心资本为半年报数据，其中招行和华夏作了调整；2、ROR（ROL）为 09 年预测数据，如果需维持核心充足率 8%，则 1%的ROR(ROL)将支持 12.5%的风险资产（贷款）增长。

非息收入

- 手续费（非息）收入占比
  - 手续费（非息）收入/营业收入，常用于反映收入结构的优劣
  - 不足：该指标的差异或变化，可能仅仅来自息差的差异或变化

联证观点

- 单位资产手续费（非息）收入
  - 建议使用手续费（非息）收入/平均资产余额作为补充
  - 定义：手续费（非息）收入/平均资产

经营效率

- 成本收入比
  - 营业成本/营业收入，用于反映经营效率
  - 不足：变化可能仅仅来自息差的改变，而与实际经营效率无关

联证观点

- 单位资产成本率
  - 我们建议使用单位资产成本率作为补充，避免息差变化引起的指标误读
  - 定义：营业成本/平均资产
- 关注员工费用现金流与损益表的差距

经营效率

历年员工费用（损益表）					百万元
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	2,262	1,544	1,322	693	943
2004 年度	3,417	2,092	1,819	815	1,006
2005 年度	4,241	2,792	2,514	1,188	1,086
2006 年度	5,053	4,110	3,672	1,614	1,472
2007 年度	8,092	5,760	6,175	2,541	2,130
2008 年 H1	5,555	3,515	3,992	1,643	1,283

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

数据解读

- 浦发历年损益表的员工费用均远大于实际支付的员工费用；华夏历年损益表的员工费用则与实际支付的员工费用较为接近
- 点评：员工费用提取政策的差异是会计利润差异的另一个重要原因

历年员工费用（现金流）					百万元
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	2,138	1,064	1,059	781	807
2004 年度	2,810	1,268	1,695	1,041	864
2005 年度	3,795	1,334	2,357	1,239	1,041
2006 年度	4,971	2,382	3,217	1,466	1,231
2007 年度	7,244	3,502	6,082	2,312	1,820
2008 年 H1	3,787	2,817	2,750	1,607	1,268

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

当期留存费用与当前费用总额之比					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	5	31	20	-13	14
2004 年度	18	39	7	-28	14
2005 年度	11	52	6	-4	4
2006 年度	2	42	12	9	16
2007 年度	10	39	2	9	15
2008 年 H1	32	20	31	2	1

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

盈利能力

联证观点

- 经杠杆调整的ROE
  - 关于ROE，有3个因素我们至少不能忽略：真实的盈利水平、真实的净资产水平，风险杠杆的差异
  - ROA，或进一步ROR（风险资产收益），是反映盈利能力的更优指标
  - 经杠杆调整的ROE水平，或更能反映问题，当然，前提是盈利水平和净资产水平的真实性

会计利润？真实利润？

- 会计利润
  - 未必很好的反映了当期的业绩：正如前面的分析，拨备、费用、核销政策，有太多的障眼法
  - 单家银行的分析，往往无法对各行的业绩形成横向有效的比较

联证观点

- 真实利润
  - 我们尝试按统一标准对各行业绩进行还原，使其更具可比性
  - 主要调整项目：拨备、员工费用、税收、免税收入
  - 结果：经还原的“真实”业绩，与会计利润相去甚远，各行也差别较大

会计利润？真实利润？

历年会计利润					百万元
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	2,230	1,566	1,391	802	425
2004 年度	3,144	1,930	2,038	1,017	290
2005 年度	3,930	2,485	2,703	1,289	352
2006 年度	7,108	3,353	3,832	1,457	1,303
2007 年度	15,243	5,499	6,335	2,101	2,650
2008 年 H1	13,245	6,375	6,046	1,928	2,144

数据来源：WIND，联合证券研究所。

- 数据解读
  - 考虑真实业绩调整，浦发历年业绩增厚多在80%以上，而民生增厚则大多在10%以下
  - 点评：各行业绩的披露政策差别较大，拨备的历史包袱是一个解释，但显然不是全部的原因

经调整的“真实”业绩					百万元
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	3,870	3,054	1,721	756	-291
2004 年度	4,930	3,828	2,035	1,333	493
2005 年度	5,424	4,656	2,759	1,702	1,102
2006 年度	8,241	5,837	3,826	2,170	1,833
2007 年度	17,347	10,011	6,020	3,252	3,323
2008 年 H1	15,444	6,774	7,124	2,957	2,057

数据来源：WIND，联合证券研究所。

各行“真实”与会计业绩之差相去较大					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	74%	95%	24%	-6%	-169%
2004 年度	57%	98%	0%	31%	70%
2005 年度	38%	87%	2%	32%	213%
2006 年度	16%	74%	0%	49%	41%
2007 年度	14%	82%	-5%	55%	25%
2008 年 H1	17%	6%	18%	53%	-4%

数据来源：WIND，联合证券研究所。

更真实的净资产？

联证观点

- 我们的逻辑是：既然历年的业绩未必真实，那么作为其最终累积结果的净资产可能也需要调整
- 主要调整项目：拨备、应付薪酬；无形资产、商誉及其它
- 调整前后的净资产发生了显著的变化，与此对应，PB水平也变化较大

调整后的净资产增厚幅度 %

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	-2	3	1	2	-70
2004 年度 H1	4	12	0	4	-62
2004 年度	8	22	2	6	-42
2005 年度 H1	9	35	1	8	-30
2005 年度	11	36	-1	7	-19
2006 年度 H1	11	42	-2	3	-11
2006 年度	8	31	-1	2	-7
2007 年度 H1	11	34	-2	12	-1
2007 年度	11	41	-2	9	5
2008 年度 H1	14	35	1	16	1

说明：调整主要包含应付薪酬、经五级分类调整的拨备、无形资产。
数据来源：WIND，联合证券研究所。

净资产调整前后的 PB 水平 倍

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
BPS	5.68	6.73	3.03	5.47	5.05
BPS 调整 1	6.47	8.99	3.02	5.75	4.53
BPS 调整 2	5.09	8.95	2.75	5.75	4.51
PB	2.51	2.64	1.55	1.69	2.73
PB 调整 1	2.21	1.98	1.55	1.61	3.04
PB 调整 2	2.80	1.99	1.70	1.61	3.06

说明：1、BPS 调整 1 包含应付薪酬和拨备调整；2、BPS 调整 2 指在调整 1 的基础上加上无形资产及商誉调整；3、深发展 BPS 为 08 年底数据，其它为 08 年 3 季度数据（华夏考虑增发）。
数据来源：WIND，联合证券研究所。

业绩分拆模型的修正

联证观点

- 我们的模型与业内普遍不同之处
  - 考虑了不同收入来源的不同成本配比，从而避免了低估息差的贡献而高估成本效率的贡献
- 与某知名券商的模型比较结果（以建行为例）
  - 除规模及税收因素外，其他因素差别较大，特别是息差、成本和拨备
  - 不同的模型假设，可导致结果的巨大差别，以至于数据的错误解读，对此我们需谨慎

建行 07 年业绩增长来源分解 %

	某知名券商的结果		联合证券的结果	
	贡献	占比	贡献	占比
净利息收入影响	37.3	75.8	54.8	111.2
规模增长	21.3	43.1	20.1	40.7
净息差扩大	16.1	32.6	34.7	70.5
非息收入	7.5	15.2	11.4	23.1
成本	6.4	12.9	-5.8	-11.9
拨备	2.2	4.5	-6.9	-14.0
税收	-4.1	-8.4	-4.1	-8.4
合计	49.3	100.0	49.3	100.0

说明：1、建行 06、07 年成本收入比为 44%和 41.5%；2、07 年 1 次性计提退休员工费用 90 亿元，扣除该影响，成本收入比下降到 37.4%，业绩贡献上升为 7.9%。

数据来源：WIND，联合证券研究所。

专题

09年中报及年报分析

业绩归因分析-09年H1

表 1、2009 年 H1 业绩变动的归因分析

	规模	息差	非息	风险成本	管理成本	营业税及其他	所得税	合计
工行	19%	-45%	4%	14%	11%	-1%	1%	3%
建行	24%	-44%	-1%	6%	12%	0%	-1%	-5%
中行	23%	-43%	-9%	19%	8%	0%	-1%	-3%
交行	33%	-65%	2%	5%	22%	0%	2%	0%
招行	31%	-72%	-1%	-5%	5%	0%	3%	-38%
中信	19%	-56%	-2%	4%	20%	-2%	0%	-16%
浦发	55%	-94%	-5%	0%	53%	-1%	-1%	6%
民生	20%	-42%	23%	-11%	23%	5%	5%	22%
兴业	27%	-53%	-4%	19%	14%	-3%	-4%	-5%
华夏	26%	-121%	5%	41%	28%	2%	6%	-14%
深发展	28%	-55%	2%	16%	10%	4%	4%	8%
北京	23%	-36%	-1%	6%	10%	-2%	0%	1%
南京	32%	-28%	6%	-9%	3%	-1%	-2%	2%
宁波	43%	-46%	-4%	-3%	8%	3%	-4%	-3%
合计	24%	-50%	-1%	10%	13%	0%	0%	-3%
国有	23%	-46%	-1%	12%	11%	0%	0%	-1%
股份	30%	-66%	2%	3%	19%	0%	1%	-11%
城商	28%	-36%	0%	2%	8%	-1%	-1%	0%

数据来源：WIND,公司资料，联合证券研究所。

说明：民生如扣除海通出售的 49 亿元投资收益，业绩将有上升 22%变为下滑 39%。

业绩归因分析-09年度

表 1、2009 年业绩变动的归因分析

	规模	息差	手续费	其他非息	风险成本	营业税	管理成本	营业外	所得税	合计
工行	21%	-46%	1%	2%	30%	0%	8%	-1%	1%	16%
建行	26%	-56%	0%	1%	32%	0%	14%	0%	-1%	15%
中行	25%	-49%	-3%	-1%	48%	0%	8%	0%	2%	31%
交行	32%	-52%	0%	-1%	13%	0%	15%	0%	-1%	6%
招行	32%	-76%	-5%	4%	14%	0%	14%	0%	3%	-13%
中信	27%	-52%	1%	-2%	31%	1%	2%	0%	1%	9%
浦发	48%	-79%	-2%	-3%	15%	0%	33%	1%	-7%	6%
民生	27%	-55%	-5%	22%	28%	6%	26%	0%	4%	53%
兴业	30%	-46%	-1%	0%	28%	-2%	14%	-1%	-6%	17%
华夏	25%	-108%	0%	-2%	68%	2%	34%	1%	2%	22%
深发	26%	-334%	8%	-28%	966%	16%	21%	6%	38%	719%
北京	25%	-40%	0%	-6%	24%	-3%	5%	-2%	1%	4%
南京	43%	-29%	1%	-18%	20%	-3%	-5%	-1%	-1%	6%
宁波	46%	-40%	-3%	-1%	-3%	0%	14%	2%	-5%	9%
合计	26%	-53%	-1%	1%	33%	0%	11%	0%	0%	17%
国有	24%	-51%	0%	1%	33%	0%	10%	0%	1%	18%
股份	32%	-68%	-2%	3%	33%	1%	17%	0%	0%	15%
城商	31%	-38%	0%	-7%	19%	-3%	4%	-1%	0%	5%

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所。

调整后的盈利-09年H1

表 3、业绩平滑因素比较分析 **单位：百万元**

	贷款拨备计提			员工费用			其他	合计
	会计计提	理论计提	调整项 2	会计计提	实际支付	调整项 3	调整项 1	
工行	9,248	8,615	633	26,437	27,358	-921		-288
建行	10,274	8,214	2,060	21,633	22,259	-626		1,434
中行	7,027	8,527	-1,500	19,651	22,053	-2,402		-3,902
交行	4,518	4,957	-439	4,231	6,375	-2,144		-2,583
招行	2,650	2,143	508	5,860	3,910	1,950		2,458
中信	1,176	2,255	-1,079	2,557	3,678	-1,121		-2,200
浦发	2,085	1,751	334	1,998	3,242	-1,244		-911
民生	2,405	3,445	-1,040	4,034	2,893	1,141	-4,902	-4,801
兴业	94	1,651	-1,557	2,459	2,321	138		-1,419
华夏	1,404	1,059	345	1,723	1,708	15		360
深发展	1,015	326	689	1,591	1,623	-32	-429	228
北京	299	366	-67	381	591	-210		-276
南京	226	231	-6	274	251	23	-210	-193
宁波	183	200	-17	366	469	-103		-120
合计	42,605	43,739	-1,134	93,194	98,731	-5,536	-5,541	-12,212

数据来源：WIND,公司资料，联合证券研究所。

说明：1、调整项目 2 为拨备的会计计提－理论计提；

2、调整项目 3 为员工费用的会计计提－实际支付；

3、调整项 1 为非经常性投资损益，这里重点关注投资收益超过营业收入 5%，或者超过税前利润 10%。

调整后的盈利-09年H1

表 4、各行业绩调整 单位；百万元

		非经常投资损益调整		贷款拨备调整		员工费用调整		合计	
	净利润	调整后	增厚	调整后	增厚	调整后	增厚	调整后	增厚
工行	66,613	66,613	0%	67,088	1%	65,922	-1%	66,397	0%
建行	55,841	55,841	0%	57,386	3%	55,372	-1%	56,917	2%
中行	43,234	43,234	0%	42,109	-3%	41,433	-4%	40,308	-7%
交行	15,635	15,635	0%	15,306	-2%	14,027	-10%	13,698	-12%
招行	8,262	8,262	0%	8,643	5%	9,725	18%	10,105	22%
中信	7,047	7,047	0%	6,238	-11%	6,206	-12%	5,397	-23%
浦发	6,781	6,781	0%	7,032	4%	5,848	-14%	6,098	-10%
民生	7,379	3,703	-50%	6,599	-11%	8,235	12%	3,778	-49%
兴业	6,223	6,223	0%	5,055	-19%	6,327	2%	5,159	-17%
华夏	1,666	1,666	0%	1,925	16%	1,677	1%	1,936	16%
深发展	2,311	1,990	-14%	2,828	22%	2,287	-1%	2,483	7%
北京	2,923	2,923	0%	2,873	-2%	2,765	-5%	2,715	-7%
南京	801	643	-20%	797	-1%	818	2%	656	-18%
宁波	706	706	0%	693	-2%	629	-11%	616	-13%
合计	225,422	221,266	-2%	224,571	0%	221,270	-2%	216,263	-4%

数据来源：WIND,公司资料，联合证券研究所。

说明：1、调整项目按 25%税率计算。

调整后的盈利-09年度

2009 年业绩平滑因素比较分析 **单位：百万元**

	贷款拨备计提			员工费用		
	会计计提	理论计提	调整项 1	会计计提	实际支付	调整项 2
工行	21,682	13,607	8,075	59,338	59,660	-322
建行	24,256	11,684	12,572	51,138	49,212	1,926
中行	15,445	14,539	906	45,474	42,862	2,612
交行	11,258	7,919	3,339	12,391	11,615	776
招行	3,073	3,134	-61	12,686	12,674	12
中信	1,955	3,603	-1,648	8,921	7,246	1,675
浦发	3,053	2,422	631	7,907	7,893	13
民生	4,866	4,079	787	9,144	8,108	1,036
兴业	559	2,319	-1,760	5,185	4,481	705
华夏	3,330	2,337	993	3,432	3,278	154
深发展	1,331	606	725	3,348	2,914	434
北京	695	687	8	1,244	1,510	-266
南京	345.895	348	-2	618	524	94
宁波	421.769	465	-43	885	885	0
合计	92,271	67,750	24,520	221,711	212,861	8,850

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所。

说明：1、调整项目 1 为拨备的会计计提－理论计提；

2、调整项目 2 为员工费用的会计计提－实际支付。

调整后的盈利-09年H1

表 5、各行不良相关指标

	不良生成率			不良率	覆盖率	增量拨备	存量拨备
	08H1	08H2	09H1				
工行	0.00%	0.30%	0.10%	1.8%	138%	0.0%	1.4%
建行	0.10%	0.60%	-0.10%	1.7%	151%	0.1%	1.4%
中行	-0.30%	0.50%	-0.20%	1.8%	139%	-0.1%	1.4%
交行	0.13%	0.60%	0.40%	1.5%	123%	-0.1%	1.0%
招行	-0.30%	0.30%	0.10%	0.9%	241%	0.1%	1.7%
中信	0.30%	0.20%	0.20%	1.0%	150%	-0.3%	0.9%
浦发	-0.10%	1.00%	0.00%	0.9%	216%	0.1%	1.6%
民生	0.40%	0.60%	0.20%	0.9%	170%	-0.3%	0.9%
兴业	0.10%	0.10%	0.10%	0.7%	219%	-0.6%	1.1%
华夏	0.50%	0.50%	0.60%	1.6%	153%	0.2%	1.4%
深发展	-0.30%	0.30%	0.40%	0.7%	133%	0.5%	0.8%
北京	-0.20%	0.30%	-0.10%	1.1%	200%	-0.1%	1.3%
南京	-0.40%	1.50%	0.60%	1.4%	165%	0.0%	1.5%
宁波	0.20%	1.30%	0.30%	0.9%	160%	-0.1%	0.7%

数据来源：WIND,公司资料，联合证券研究所。

说明：增量拨备及存量拨备分别用于考察拨备的损益表和资产负债表平滑，具体定义详见我们之前的报告（《一样的花，不一样的果——银行业分析方法新视角》2009/04/16）

调整后的盈利-09年度

	不良率	覆盖率	增量拨备	存量拨备	不良生成率			信用成本			
	10Q1	10Q1	09 年	09 年	08 年	09 年	10Q1	08 年	09 年	09Q1	10Q1
工行	1.35	180	0.16	1.61	0.18	-0.08	-0.29	1.32	0.45	0.35	0.27
建行	1.35	192	0.29	1.72	0.34	-0.10	-0.29	1.48	0.59	0.91	0.41
中行	1.30	172	0.02	1.47	0.14	-0.09	-0.37	1.47	0.36	0.68	0.47
交行	1.27	155	0.21	1.29	0.38	0.18	0.29	0.98	0.66	0.49	0.55
招行	0.74	272	-0.01	1.61	0.00	0.08	-0.11	0.70	0.28	0.35	0.52
中信	0.84	170	-0.19	0.93	0.25	0.23	-0.15	1.04	0.29	0.30	0.43
浦发	0.71	274	0.08	1.63	0.45	0.01	-0.18	0.62	0.37	0.74	0.34
民生	0.80	219	0.10	1.22	0.49	0.13	0.06	1.09	0.65	0.77	0.52
兴业	0.53	261	-0.29	1.16	0.10	0.01	0.10	0.79	0.08	0.22	0.39
华夏			0.25	1.63	0.50	0.55		1.51	0.84	0.87	0.79
深发	0.63	188	0.23	0.93	0.02	0.21	-0.45	3.02	0.47	0.70	0.13
北京	0.82	247	0.00	1.33	0.03	-0.06	-0.60	1.08	0.28	0.03	-0.22
南京	1.15	188	0.00	1.50	0.60	0.40	0.07	1.43	0.64	1.21	0.71
宁波	0.71	187	-0.07	0.88	0.80	0.32	-0.13	0.60	0.65	0.39	0.30
合计	1.18	186	0.12	1.36	0.24	-0.01	-0.21	1.29	0.46	0.59	0.40

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所。

专题

行业的重新认识：低杠杆，弱周期

核心驱动因素

- 周期性因素：规模、息差、风险成本（不良）
- 结构性因素：手续费收入、经营费用、所得税

利润驱动因素分解 %

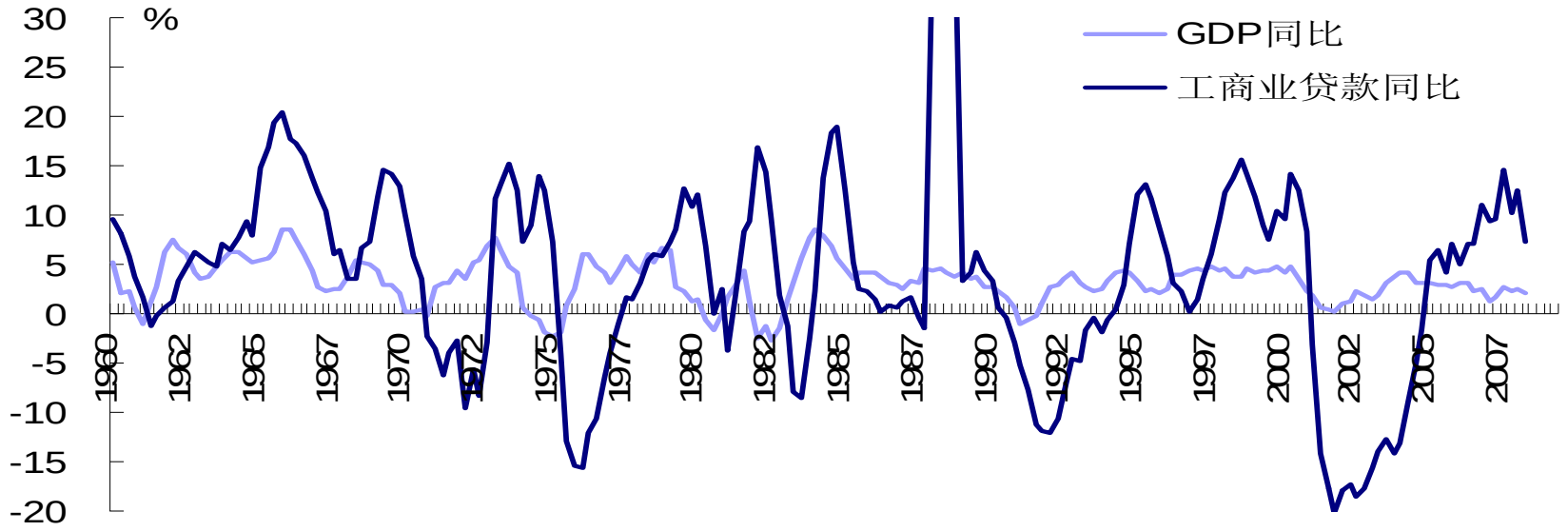
		规模	息差	非利息收入	信贷成本	营业税	管理费用	营业外净额	所得税	净利润
上市银行	2004年度	14.1%	7.7%	3.7%	3.2%	-0.6%	-1.6%	4.6%	1.0%	32.0%
	2005年度	16.4%	0.2%	-1.0%	14.2%	-0.2%	-2.5%	0.5%	-7.2%	20.3%
	2006年度	18.8%	2.2%	-1.5%	-0.5%	-0.5%	2.2%	1.1%	3.7%	25.5%
	2007年度	19.1%	30.3%	12.9%	2.3%	0.9%	-7.7%	-0.2%	-0.6%	56.9%
	2008年度	16.9%	3.3%	7.2%	-20.5%	-3.5%	13.3%	0.1%	13.7%	30.5%
	2009年度	25.9%	-53.3%	0.3%	33.0%	0.1%	11.1%	-0.2%	0.4%	17.4%

数据来源：Wind，公司年报，华泰联合证券研究所

规模：传统认识中的周期性因素

- 美国的经验数据
  - 工商贷款和GDP的变动高度相关
  - 工商贷款的波动幅度往往高于GDP的波动幅度
- 传统认识中的资金供给与需求

美国银行业工商贷款与 GDP 的关系

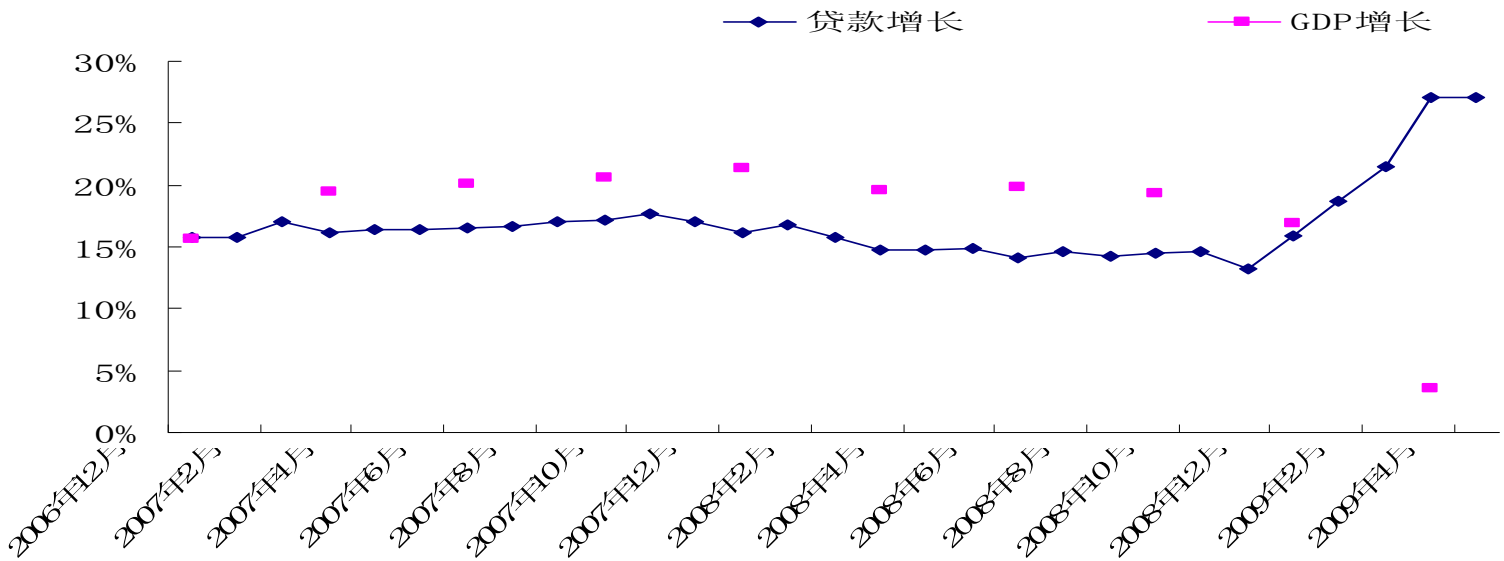


数据来源：CEIC，联合证券研究所。

规模：中国特色：逆周期特征

- 逆周期信贷
  - 需求：政府庞大的财力和巨大的财政刺激力度，导致固定资产投资增速反而高于经济上行时期
  - 供给：政府对于银行体系的管控能力，加上现阶段银行资产负债表的强劲

人民币贷款增长及名义 GDP 变动状况



数据来源：人民银行，CIEC，联合证券研究所。

不良：典型的周期性因素？

- 三个问题
  - 不良贷款究竟会出来多少？
  - 不良贷款对于银行业绩的实质影响有多大？
  - 实际影响和会计影响有没有差异，如果有，差异几何？

不良：高杠杆，还是低杠杆？

- 从资产负债率的角度：高杠杆，负债率在90%甚至95%以上
- 从撬动宏观经济风险的角度：低杠杆，仅有1%的最大客户获得贷款

各行业资产负债率 %

板块名称	2008 年报	2009 年 1 季度
银行业	93.9	94.3
金融、保险业	93.2	93.7
保险业	86.8	86.7
建筑业	76.5	76.9
电力、煤气及水的生产和供应业	68.0	68.2
房地产业	63.5	64.1
批发和零售贸易	60.8	61.3
证券、期货业	58.0	60.7
交通运输、仓储业	57.7	57.9
制造业	57.1	57.3
金融信托业	58.2	56.8
综合类	56.4	56.4
农、林、牧、渔业	55.6	56.1
社会服务业	50.4	47.5
信息技术业	45.5	46.4
传播与文化产业	45.0	45.0
采掘业	39.7	39.9

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

不良：对于业绩的影响，可能没有想象大

- 实际的影响，可能比我们想象中小
- 会计业绩或比实际业绩平稳

上市银行 2008 年的资产构成 亿元

项目	金额	占比
客户贷款	16,557	48%
一般贷款	15,509	45%
票据融资	1,048	3%
现金及存放中央银行款项	5,481	16%
同业往来	2,655	8%
存放同业	483	1%
投资	8,669	25%
生息资产	33,362	97%
其他资产	893	3%
资产总计	34,297	100%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

上市银行最高抵质押率要求 %

抵质押物类型	工行	建行	中行	招行	中信
房产，不动产	70	70	70	50-60	60
土地使用权	70		60	40	50
动产	60	70	70	40	40

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

上市银行不良贷款及信用成本相关指标

	不良率	覆盖率	不良生成率	信用成本	风险成本
2005 年	4.01%	70.21%	N/A	N/A	N/A
2006 年	3.30%	85.85%	0.06%	0.72%	0.76%
2007 年	2.49%	107.58%	-0.06%	0.64%	0.73%
2008 年	2.05%	133.89%	0.24%	0.84%	1.26%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

息差：经济波动下，业绩压力的主要来源

- 息差具有的周期性
  - 大量活期存款，利率粘性
  - 政府可能的利益再分配
- 银行可能向其它部门让利，不应成为打压其估值的理由。
  - 如果让利，前提是：1）其他部门业绩压力远超预期；2）银行业绩仍大幅优于其他部门。
  - 即便让利，幅度也会有限：让利的底线是银行体系不能出问题，而盈利显然是最好的风险缓冲器。

上市银行历年息差变化

	03年	04年	05年	06年	07年	08年Q1	08年Q2	08年Q3	08年Q4	09年Q1
息差	2.44%	2.51%	2.51%	2.53%	2.85%	3.02%	2.95%	2.88%	2.86%	2.23%

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

息差：静态看，2季度之后趋稳

- 静态看
  - 息差在2季度之后趋稳，而规模的增长有望使净利息收入逐渐出现同比和环比的上升

08 年几次降息的静态影响及 09 年 1 季度实际息差情况

	2009 年 Q1	2009 年 Q1	静态影响结果	差异
工行	2.76%	2.23%	2.07%	0.16%
建行	3.18%	2.51%	2.33%	0.17%
中行	2.49%	1.98%	1.85%	0.13%
交行	2.80%	2.03%	1.96%	0.07%
招行	3.27%	2.25%	2.10%	0.15%
中信	3.41%	2.37%	2.35%	0.02%
浦发	3.12%	2.06%	2.09%	-0.03%
民生	3.05%	2.46%	2.21%	0.25%
兴业	2.89%	2.24%	1.84%	0.40%
华夏	2.64%	1.85%	1.88%	-0.03%
深发展	2.88%	2.65%	2.05%	0.60%
北京	3.04%	2.36%	2.19%	0.18%
南京	2.69%	2.55%	1.84%	0.70%
宁波	3.30%	2.71%	2.50%	0.21%
合计	2.89%	2.23%	2.08%	0.15%

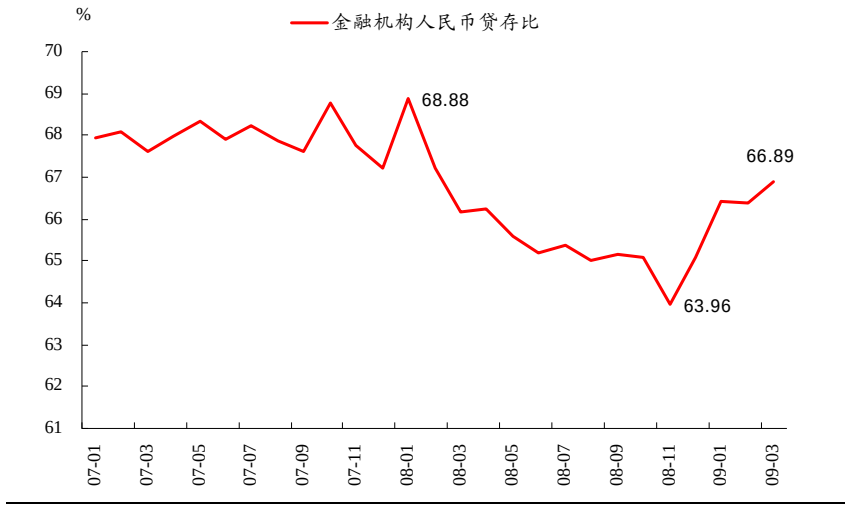
数据来源：WIND，联合证券研究所。

说明：1、该测算假设各行结构与 08 年 3 季度一致，忽略了结构的可能变化，因此与实际息差可能存在一定的差异；
2、交行、浦发由于大量增加低效负债和资产，实际息差将远低于上述测算；兴业、南京等由于一般贷款的快速增长，息差或好于上述测算；
3、这里的息差定义为净利息收入除于平均资产，而非平均生息资产

息差：动态看，可能提前见底或触底回升

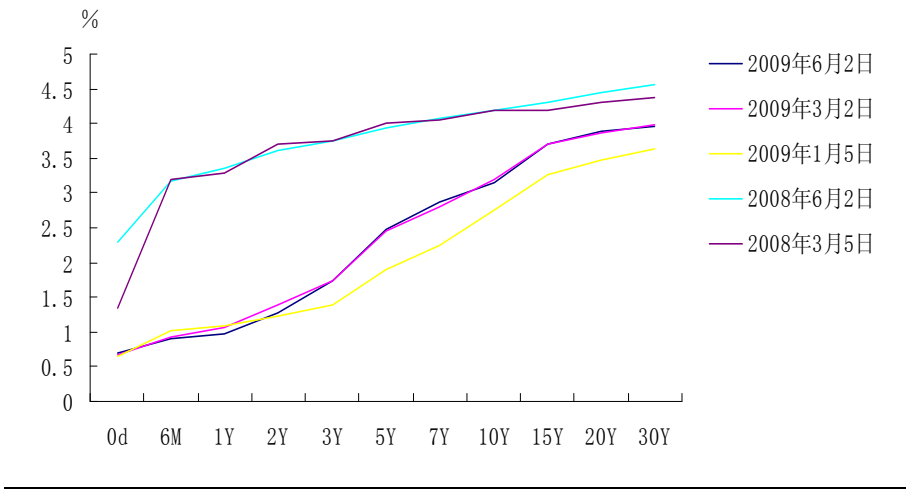
- 动态看
  - 货币政策的稍微收紧，通胀或通胀预期的日盛，货币活跃度的提高，都可能对息差带来积极的影响
  - 其他因素包括：贷存比的提高、票据业务的下降，甚至IPO的发行，等等

境内金融机构人民币贷存比变化情况 %



数据来源：人民银行，联合证券研究所。

人民币国债收益率曲线过往 1 年的变化情况

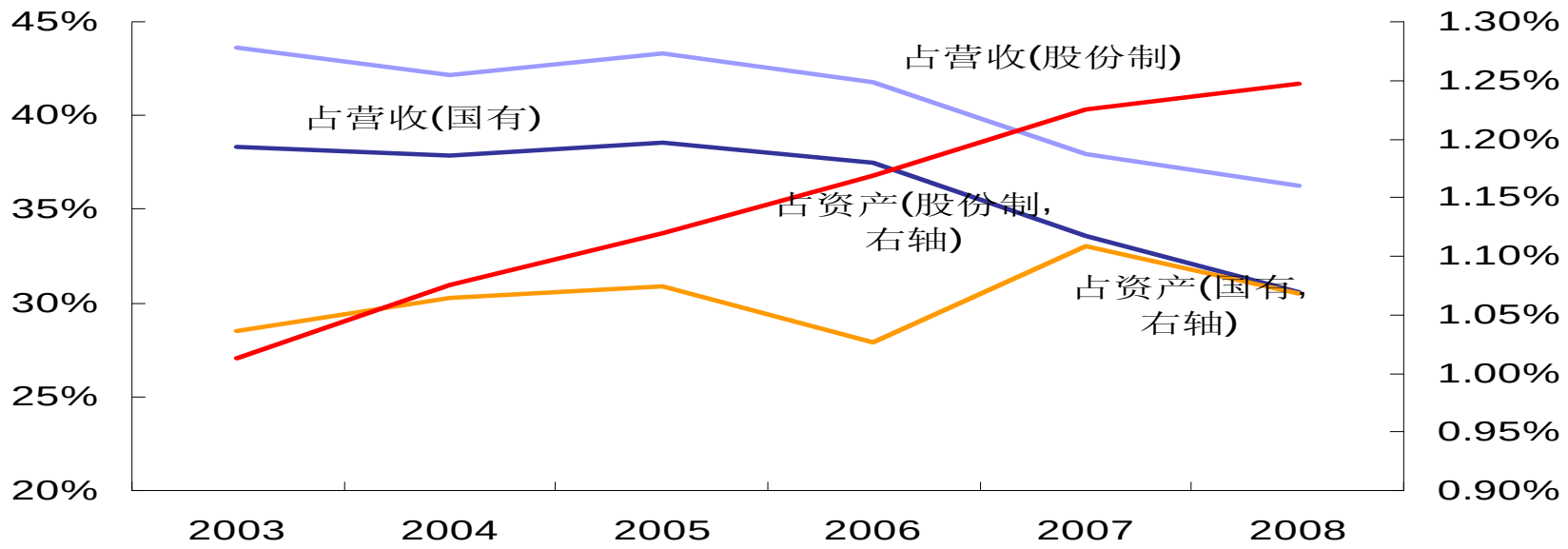


数据来源：Wind，联合证券研究所。

费用：缘于业绩的高增长，持续走高

- 成本收入比持续下降，但单位资产成本率有所提高
- 员工费用大幅增长，并处于高位

上市银行管理费用变动情况

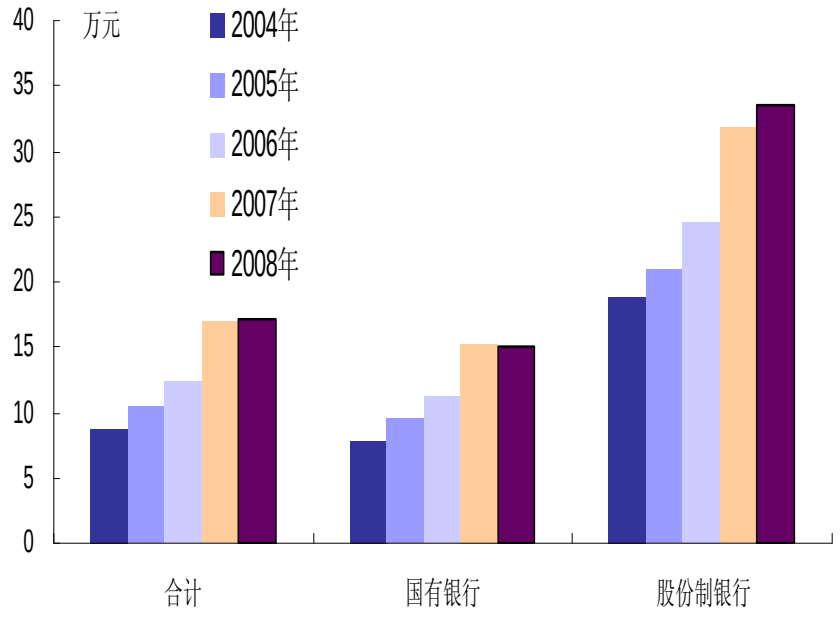


数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

费用：较大的调节弹性，或将用于平滑

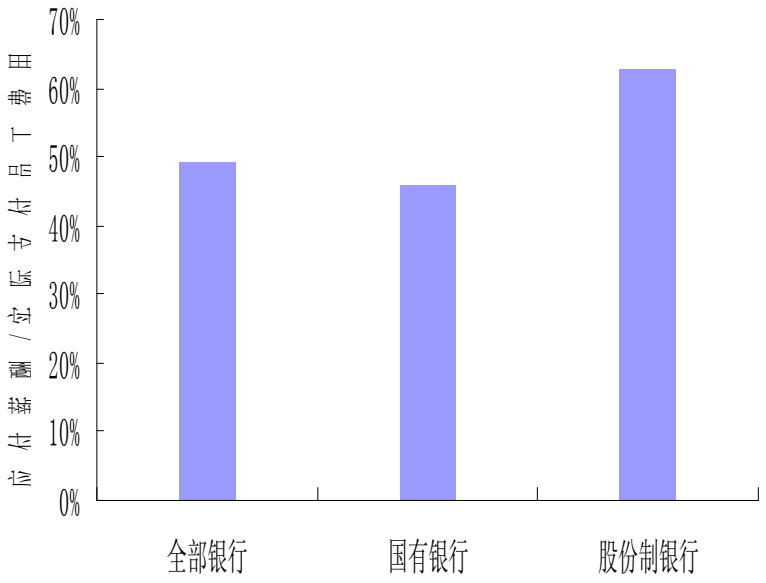
- 来自损益表和资产负债表的平滑
- 09年的费用表现

上市银行历年人均费用变动情况



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

2008 年上市银行应付员工薪酬与实际支付员工费用之比



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

业绩波动：跨行业比较

各行业业绩增速 %

时间	采掘业	传播	水电煤气	房地产	建筑业	交通运输	农林牧渔	批发和零售	社会服务业	信息技术	综合类	制造业	银行
2001 年度	26	-19	9	-56	-36	3	-16	-25	8	-9	-33	-48	36
2002 年度	-3	-73	1	77	26	11	-66	-11	-6	-23	-80	21	21
2003 年度	2	-576	26	50	-8	-30	121	14	-46	-38	316	104	27
2004 年度	144	-193	5	19	-32	126	-51	31	144	-27	-43	9	31
2005 年度	25	-25	-17	25	24	-6	-217	-36	-20	-125	-64	-20	28
2006 年度	4	35	35	61	77	8	-169	146	50	-421	71	65	58
2007 年度	37	105	19	109	95	86	191	122	51	652	910	80	87
2008 年度	-17	-20	-108	-7	-20	-75	-41	-6	-25	60	-66	-43	33
09 年 Q1	-15	-11	25	-22	45	-83	-49	-3	-16	3	-15	-68	-9
00-08 复合	21	6	N/A	24	7	-2	-10	16	8	15	-5	8	39
00-08 标准差	50	212	45	51	49	63	135	68	61	299	343	57	22

数据来源：Wind，联合证券研究所。

说明：水电煤气 08 年亏损，因此无法计算复合增速。

业绩波动：跨行业比较

各行业 ROE 水平及稳定性比较 %

	平均值	最大值	最小值	离差 1	离差 2
农、林、牧、渔业	7.9	10.5	5.2	17.8	67.7
采掘业	14.6	26.2	7.8	30.3	126.2
制造业	10.4	14.9	7.3	20.2	72.9
电力、煤气及水的生产和供应业	11.1	13.8	6.7	15.2	63.8
建筑业	7.2	11.4	4.7	25.3	93.4
交通运输、仓储业	10.9	21.7	6.5	34.0	139.6
信息技术业	8.5	12.7	6.0	24.4	78.9
批发和零售贸易	9.1	15.1	6.1	27.2	99.2
金融、保险业	12.9	19.3	9.6	21.0	75.4
房地产业	9.4	13.4	6.6	20.7	72.3
社会服务业	9.0	11.4	6.2	13.6	58.5
传播与文化产业	7.1	10.8	5.3	18.0	78.5
综合类	7.6	10.6	5.3	25.3	69.4
银行业	14.0	19.2	10.4	17.2	63.4

数据来源：WIND，联合证券研究所。

说明：1、根据 2000－2008 每季 ROE 数据整理；2、离差 1 为标准差/均值，离差 2 为（最大值-最小值）/均值。

行业的趋势展望

- 不良：风险将小于预期
  - 银行过去10年的极低的风险偏好
  - 实体部门良好的资产负债表和损益表
- 规模：增长或不乏力
  - 经济的持续发展将带来金融服务的不断增加，产业结构变迁的影响或不宜过分夸大
  - 来自美日欧的经验，也来自境内不同地区的经验
- 息差：压力没想象的大
  - 银行的盈利，是当前金融体制下的制度成本，有其必要性
  - 08年的全球金融危机，或使银行市场化的步伐变慢了，而不是加快了
- 结论：
  - 短期看，经济的周期波动，对银行业绩的影响，小于一般认识
  - 长期看，银行的蜜月期或尚未结束，市场属于过分担忧

谢　谢