

五大因素驱动 上市银行明年业绩有望快速增长

▶ 银行特别适合追求稳健成长的投资者的投资偏好。在人民币渐进式升值过程中,银行将成为典型的受益板块,同时税改预期也会提前在银行股价上得以反应。

▶ 2007年,可重点关注外资并购、金融创新加速业务转型带来的机会,包括深发展的外资并购;招行和深发展的金融创新等。其中深发展集外资并购、金融创新等于一身,有望成为2007年最有潜力的成长股(令人担忧的不确定性是股改)。

▶ 大市值银行除了本身的价值外,还具有稳固、影响大盘及股指期货、相关衍生产品等的作用;在融资融券时代还具有一定的杠杆溢价;同时有可能成为发行备兑证的首选品种。考虑到在客户和网点、零售业务、中间业务、国际业务等方面具有的竞争优势,工行和中行是很值得关注的大市值银行。

国泰君安证券 伍永刚

根据对银行业变量的趋势分析,预计2007年上市银行的净利润将增长25%至30%。

贷款增速趋缓

2007年,影响贷款增速的主要因素可归纳为经济增长、流动性过剩、脱媒效应、信贷紧缩政策、资本充足性管理等五大因素。

第一,预计2007年货币政策将适度紧缩。2006年,央行货币政策调控目标是,M1、M2分别增长14%、16%,人民币新增贷款2.5万亿元。截至2006年10月末,M1、M2分别同比增长16.3%、17.1%,M1、M2增速均显过快;前10月人民币新增贷款已达2.77万亿元,预计全年新增人民币贷款3.1万亿元,大大超过调控目标。与信贷快速增长相伴的是固定资产投资快速增长。与此同时,人民币升值速度有望加快,这将进一步增加货币市场的流动性。在此基础上,预计2007年央行的货币政策将以紧缩信贷,调减投资增速,吸收流动性为主线。

第二,脱媒效应将明显增大。2006年第三季度末,国内非金融机构部门(包括住户、企业、和政府部门)融资结构中,间接融资贷款比重(85.8%)较2005年末(78.1%)上升,但和2005年第一季末(91.3%)、第二季末(86.8%)的贷款比重比较逐步回落。银行的脱媒效应主要表现为,部分贷款被短期融资券、企业债券、票据市场工具、股票融资等替代;而部分存款则被货币市场基金、新成立的银行系基金、居民股票投资所替代。

第三,2007年上市银行的资本充足率基本不成问题,招行、浦发已完成再融资,资本充足,除深发展未股改再融资受限外,其余上市银行均将继续获得资本补充。而中行、工行在IPO过程中得到了大量资本的补充,资本充足率均在12%以上。不过,随着银监会资本充足率管理的进一步规范,银行风险监控体系更加完善,外部监管与内控体系的完善将对银行的贷款形成一定的制约。

第四,我国高达1万亿元的外汇储备和不断增加的贸易顺差使人民币进一步升值预期得以强化,银行间市场大量资金堆积,流动性过于充足,由此增加了银行资金寻找运用渠道的压力。2006年10月末,银行的存款增速仍高出贷款增速2个百分点;整个银行业存贷差10万亿元,显示银行体系流动性充足。

第五,宏观经济将保持较快增长。2006年前三季度,我国GDP分别增长10.3%、10.9%、10.7%;国民经济呈现增长较快、价格平稳的良好态势,预计2006年全年我国GDP增长10.5%左右,CPI、PPI分别为1.5%、2.95%左右。2007年,我国经济仍将保持较快增长,GDP有望实现10%的增长速度,CPI、PPI分别为2%、3.2%左右。2007年,在五大因素的综合作用下,我国银行业贷款增长

将略有趋缓,根据GDP增速与贷款增速之间相关分析及其他相关因素的影响,我们预测2006年全部金融机构贷款增速为13.9%左右。

净利差呈平稳态势

经历2006年银行净利差小幅上升之后,2007年银行净利差将处于总体平稳态势。

从利率政策变动看,央行从2006年4月28日起单边上调金融机构贷款基准利率(1年期上调0.27个百分点),8月19日存贷款基准利率同时上调0.27个百分点(1年期)均有利于银行业存贷款利差的扩大。实际上,2006年第三季度商业银行1年期人民币贷款加权平均利率为6.36%,较2005年第四季高出近0.3个百分点,较2006年第一季高出0.51个百分点,而同期1年期存款利率只上升了0.27个百分点,存贷款利差趋于上升。

2007年,银行业存贷款净利差有望保持基本平稳。一方面,加息有助于扩大存贷款净利差;另一方面,利率市场化、金融工具创新又倾向于缩小利差。

债券投资是我国银行资产配置的重要组成部分。股份制上市银行的债券资产一般都占到总资产的12%至20%左右,中行、建行的债券投资配置(不含交易类)更是高达30%以上。2006年,我国债券市场收益率曲线总体变化趋势是逐步扁平化,即短期品种收益率提高幅度大于长期品种收益率。初步预测,2007年,我国债券市场收益率曲线将呈小幅上移趋势。一方面,渐进式升值、不断降低超额利率、资本充足率约束硬化与银行内控制度进一步规范等将促使债券市场的资金流动性增加,对债券市场收益率曲线形成下压。另一方面,资本市场继续走好、加息、央行对冲流动性的其他紧缩措施将促使债券市场收益率曲线上移。

从收益率的角度看,存贷款净利差基本平稳,债券投资收益率、同业款项的收益率略有上升,但总的贷款比例可能略有下降。因此,总的净利差将保持基本平稳。由于交易性资产的公允价值波动将计入当期损益,这部分损益计入非利息收入,不影响总的净利差;但会影响收入结构,可供出售的金融资产公允价值变动将计入资本公积,影响银行净资产或核心资本,因此债券市场收益率曲线的波动对银行的影响更加复杂。

不良贷款规模及比例双降

建行、中行、工行的改制重组,使整个银行体系不良贷款规模和比例大幅下降。截至2006年9月底,我国商业银行的不良贷款规模由年初的13134亿元下降到12736亿元,不良比例由年初的8.61%下降到1季度末的7.33%。其中,国有银行不良比例由年初的10.49%下降到9月末的9.31%;股份制银行不良比例由年初的4.22%下降到9月末的2.91%。如果农行在改制过程中能冲销6000亿元不良坏账,那么一旦农行完成重组改制,整个银行业不良贷款比例有可能

下降至4%左右。2006年上半年,若不考虑刚上市的中行、工行,则原5家上市银行不良贷款规模均有不同程度的上升。从不良贷款率看,2006年上半年所有上市银行不良贷款率均有不同程度的下降。从覆盖率看,所有上市银行的拨备覆盖率均呈上升趋势。

此外,企业利润总额保持较快增长和银行贷款抵押物增加均有利于银行不良贷款的减少。2006年1至10月,我国工业企业的利润总额达14697亿元,较上年同期增长30.1%;亏损额2016亿元,较2005年前10月同比增长19.81%;亏损增速较2005年同期的62.64%大幅下降。而伴随人民币升值,银行贷款抵押物(如房地产等)也将在重估中升值,即便借款人财务恶化,银行发生损失的概率也会下降。

中间业务快速增长

2007年,我国银行业将在全面开放和加快金融创新的推动下,大力开拓中间业务,致力于业务转型。

2006年底,随着《中华人民共和国外资银行管理条例》及相应《实施细则》的施行,我国银行业迎来了全面开放的崭新竞争格局。外资银行在开发新产品,发展中间业务方面具有较大的竞争优势。银行业的全面开放将加剧中间业务领域的竞争,外资银行在中间业务领域的运作方法和经验也将通过各种渠道传导到中资银行。同时,在境外从事混业经营的外资银行进入我国后,无疑会强化我国金融业综合经营趋势,使整个银行业的业务转型加快。

目前,我国银行业的中间业务主要集中在银行卡业务类、结算类、电子汇划类、代理保险基金类这些技术含量小、收费比例低的业务。从美国的经验看,美国银行的中间业务收入主要是佣金及手续费、资产管理等高附加值的服务。随着我国金融业混业经营趋势的强化,金融管制逐步放松,银行产品创新能力不断提高,国民收入不断增加;银行在信息咨询、投资理财、金融期货、代保管等智能型、科技型、高附加值方面的中间业务将会逐步开发;中间业务将会快速发展。

根据以上分析,2007年上市银行净利润增长的驱动因素主要有:第一,2007年上市银行的利息收入增长可能略有趋缓,但仍将保持15%至20%的较快增长,为银行净利润较快增长打下坚实的基础。第二,金融创新推动的业务转型和综合经营趋势的强化将促使银行的中间业务大幅增长,银行中间业务收入有望增长30%以上。第三,银行内控制度的健全和风险管理水平的提高将进一步降低银行的信贷成本,银行的拨备水平下降为我国银行未来几年净利润增长提供持续推动力。第四,银行费用收入比总体上呈下降趋势,但在开拓中间业务过程中也会有波动。第五,两税并轨将使银行税负有明显的下降,2007年两税并轨虽暂不会实施,但境内银行香港上市将带来部分税负下降。



紧扣投资主题 分享行业成长

国泰君安证券 伍永刚

2007年银行业的投资主题主要有:人民币升值、税改预期、金融创新加速业务转型、外资并购以及大市值银行的溢价。

人民币升值提高估值水平

人民币升值较长时间的渐进式升值轨道将极大提升银行板块的估值水平。主要体现在以下两个方面:第一,实际盈利能力增强。

人民币升值将增加银行的汇兑收益,外汇交易、衍生产品、金融创新等业务有望成为银行新的利润增长点。第二,资产在重估中升值。一是银行的品牌和不动产、金融服务的网点、销售渠道等在人民币升值过程中将得到重估。二是银行贷款抵押物(如房地产等)在重估中升值,使银行贷款损失率下降,银行信贷成本下降,银行估值上升。此外,银行估值水平的提升在实证分析中也得到验证。外币升值过程中,其银行股走势一般均强于其大盘。其内在原因是银行股权在本币升值过程中,将受到涌入外资的追捧。

税改预期改善盈利前景

总体来说,税改对银行股形成重大利好。我们预计以内、外资企业实行统一25%税率为核心的《企业所得税法》有望在2008年开始实施,但其预期效应将在

2007年逐步体现在银行股股价上,形成投资银行股的重大主题。所得税并轨,对所有金融企业的影响差别不大。即每降低所得税1个百分点,其净利润将增加约1.5%。若所得税并轨后的统一税率为25%,则银行等金融企业的所得税将降低8个百分点,对净利润的总影响为增加12%。

金融创新加速业务转型

2006年12月11日,《商业银行金融创新指引》与《中华人民共和国外资银行管理条例》及相应《实施细则》同时施行,意味着金融创新和对外开放一样都是2007年我国银行业工作中的重中之重。

积极投身金融创新,迅速推出能满足市场新需求的新产品、新业务,必然能给银行自身业务扩张和盈利前景带来极大的想象空间。金融创新一方面意味着快速成长,另一方面也意味着银行业务转型,即由对公业务转向零售业务和中间业务。由于零售业务和中间业务是风险相对较低较稳定的业务,其估值水平也相对较高。上市银行中,金融创新的潜在领头羊有招行和深发展。其中招行的代表作有:财富账户、招行信用卡;深发展的代表作有:双周供、循环贷、存抵贷、供应链金融。

外资并购凸显资源稀缺性

根据2006年12月11日开

始实施的《中华人民共和国外资银行管理条例》及相应的《实施细则》,外资银行要从事全面人民币业务,只有两条途径。一是设立外资法人银行,二是参股或控股现有中资银行。

其中,参股或控股现有中资银行可立即从事全面人民币业务,通过法人外资并购改进银行经营绩效,凸显银行经营资源的稀缺性。而设立外资法人银行模式则需经过申请筹建、申请开业、人民币业务申请三道主要程序,一般需历经9个月甚至1年多时间才能正式从事全面人民币业务,且其网点扩充还需更长时间。由此不难理解外资银行激烈竞标现有银行股权的深层原因。

在外资并购领域值得特别关注的是深发展。自美国新桥正式入主深发展至今已将近三年,在这段时间内,深发展内部管理和

业务经营发生了很大变化。如财务管理、风险管理方面建立了和国际接轨的垂直化管理模式,在贸易融资、个贷、产品创新方面均获得了快速发展,盈利能力已有较大改观。

大市值银行享有估值溢价

由于大市值银行在指数中占有一定的比重,指数基金及其他机构投资者大多需要配置一定的比例,而大市值银行也将成为那些介入股指期货及衍生产品的大机构的必配品种。另外,大市值银行也将成为发行备兑证的首选品种,容易成为投资者追捧对象。同样融资融券也会给银行尤其是大市值带来一定的溢价。

因此,工行、中行等大市值银行在未来股指期货、衍生产品时代将拥有一定的溢价,其估值水平会相对较高。

行业龙头点评

工商银行:适当回报 稳定增长

中信证券 杨青丽 吕小九

在工行理性稳定增长理念下,其优点不是超高增长、超高回报,而是一个给予适当回报、稳定增长的安全性更高的大银行,是一个值得大型资金长期持有的大银行。

截至2005年12月31日,以业务量计算,工行是中国最大的公司银行、最大的个人银行。截至2006年6月30日,工行拥有超过250万的公司银行客户,包括中国500家营业收入最大公司中的492家和《财富》500强中的238家公司,公司客户不仅为工行提供稳定的资金来源,还为其提供延伸业务的发展机会;同期工行个人银行客户超过1.5亿名,庞大的个人客户基础,可让工行最大限度地分享个人银行业务成长机会。

覆盖面广且布局优良的营销网络是工行的另一竞争优势。截至2006年6月30日,

工行境内分行、营业网点等传统网络遍布全国,达18038家,其中的7738家在长三角、珠三角及环渤海地区。此外,工行的核心业务系统(NOVA系统)是中国四大银行中率先建立起集业务处理、客户信息管理、运营决策分析为一体的综合应用平台。良好的IT支持平台是发展中间业务、客户细分、新产品开发、加强风险控制等的有力支撑。

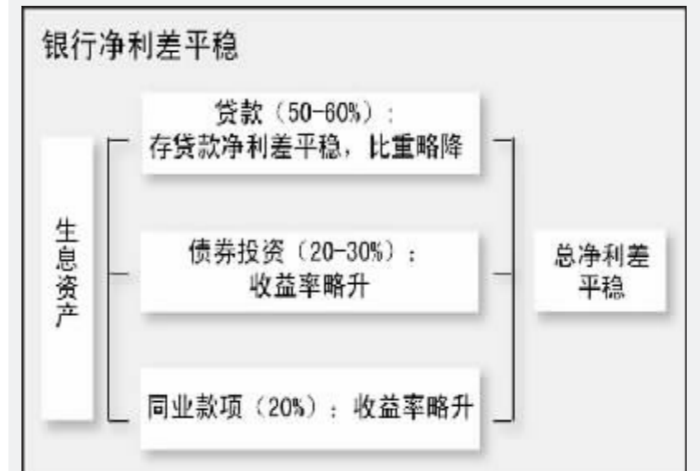
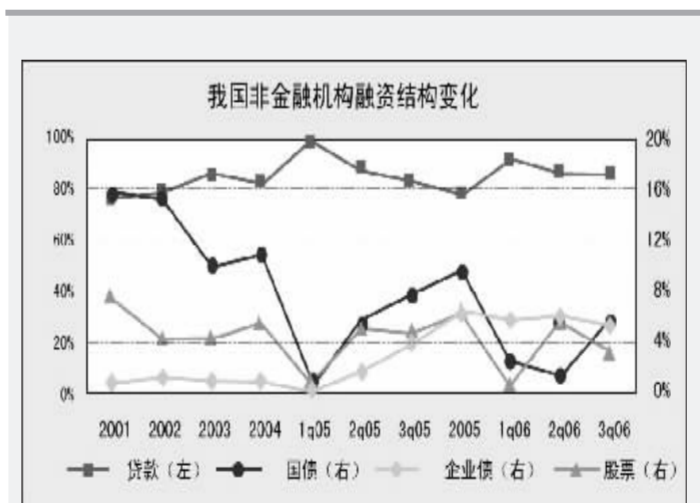
工行作为中国资产规模最大的银行,历史上并未出现过恶性案件。在中国四大商业银行中,工行率先于2004年启动了新巴塞尔资本协议所推荐的内部评级法风险管理工程,并于2005年采用了公司贷款十二级分类系统;强化的公司治理结构及内部独立审计职能可以加强整体监控和内部程序的合规性,降低操作风险;与国内上市同行相比,最低的加权风险资产系数是工行稳健风险文化的直接体现。

中国银行:过于强调汇兑损失是短视观点

东方证券 顾军蕾

中国银行是全国商业银行中海外网络最庞大最完整的银行,而其长期进行海外经营和综合经营的经验使其文化理念更为贴近现代商业银行的实质。与此相对应,公司的机制更为灵活,薪酬体

制也有助于吸引高端的人才,这使其在应对全面开放后更为多变的竞争环境时更为灵活自如。品牌、网络、人才、管理、经验的集成使公司有望成为龙腾百年的优秀企业。过于强调公司的汇兑损失,忽略了公司的国际化和多元化优势将是一种短视的观点。



本版制图 郭晨凯 文字整理 罗小军