

# Companies

## 银行业净利润增长2007年预计超过30%

●2006年业绩增长基本符合预期,净息差扩大、手续费收入快速增长、资产质量提高、有效税率降低是行业趋势。已公布年报的上市银行,2006年净利润同比增长31%,而且表现出四个明显的行业性趋势。

●2007年1季度上市银行业绩增长强劲。在信贷保持较快增长的同时,存贷款结构的变化、贷存比的提高,以及市场利率的提升,将使净息差持续扩大;中间业务收入快速增长与资产质量提高的趋势也在持续;税收政策调整发生在2006年底,这将使2007年1季度业绩同比大幅提升。预计中型银行净利润平均增速在40%左右,大型银行平均净利润增速在25%左右,其中兴业、招行1季度业绩增长很可能超过50%。

●业绩快速增长为银行股较高的估值水平提供了支撑。

□中金公司 范艳瑾

2006年上市银行业绩增长强劲,净利润同比增长31%,大型银行净利润同比增长约28%,中型银行净利润同比增长45%。

2006年上市银行年报显示的行业性趋势包括:信贷规模稳健增长;净息差逐渐回升;中间业务收入增速加快;资产质量继续提高;有效税率降低。

### 存贷款保持快速增长

2006年央行采取了多种措施控制信贷的过快增长,但实体经济的强劲使得银行业人

民币贷款增速达到了15.1%,其中大型银行约13%,中型银行贷款增速约21%。

2007年前两个月信贷增速进一步加快到17.2%,反映了商业银行“早放贷、早收益”的经营思路,为全年净利息收入增长奠定了基础。虽然央行继续加强宏观调控,贷款增速可能会逐渐放缓,但仍能实现商业银行的全年信贷计划:大型银行约为10%至13%,中型银行约为20%。

兴业银行2006年贷款增速约为34%,2007年信贷计划增速也约为28%,在上市银行中居于首位。

### 净息差逐渐回升

如同预期的,净息差从2006年3季度开始逐渐回升,这主要是由于:两次基准利率调整带来存贷利差的扩大;央行收紧流动性带来市场收益率的上升;银行主动调整贷款结构,降低了票据贴现的占比;股票市场活跃分流了个人定期存款,减轻了资金成本上升压力。

中型银行净息差扩大幅度较快,工行和中行人民币资产的净息差却没有明显回升,这主要是由于债券投资收益率的下降。此外,工商银行2006年净息差下降幅度较大,也是因为2005年存在两个一次性因素:财务重组过程中大幅调低了850亿特别国债的票面利率;不良贷款剥离带来减值贷款应冲转利息收入的大幅减少。如果扣除这两个因素的影响,净息差只是相比2005年略有降低。

### 中间业务收入维持增长

2006年上市银行净手续费收入同比增长,主要来源包括:银行卡特别是商家回佣收入的快速增长;基金、保险和银行理财产品的销售;以短期融资融券承销为代表的投资银行业务;国际结算与贸易融资相关业务。

中型银行在较低基数上实

现了净手续费收入的快速增长,其中民生银行高达176%的增速与收入计入科目的调整也有关系。

大型银行在较高基数上的较快增长和较高的净手续费收入占比,表明了其在发展中间业务上的优势。

### 大型银行规模经济显现

2006年各家银行员工费用都呈现了较快的增长,但收入的大幅增长抵消了费用的增长,大部分银行成本收入占比比2005年有所下降。浦发和民生的成本收入比有所上升,反映了业务转型期的成本压力,也表明其成本控制需要加强。

### 资产质量继续提高

2006年上市银行的不不良贷款净形成率都维持在较低水平,从而使资产质量继续提高,减值贷款率(不良贷款率)相比2005年都有所降低,其中兴业、工行的资产质量明显好于预期。而且,除浦发、民生与交行外,其他银行减值贷款余额同比下降。

上市银行准备金覆盖率相比2005年都有不同程度的上升,其中兴业、华夏、工行、交行、中行等加大了拨备力度,信用风险成本有所增加。目前,招行、浦发、兴业和民生的准备金覆盖率都超过了100%,为未来几年利

润的快速增长奠定了坚实的基础。2006年中银香港实现了约30亿元的准备金回拨,这一趋势能否持续还值得关注。

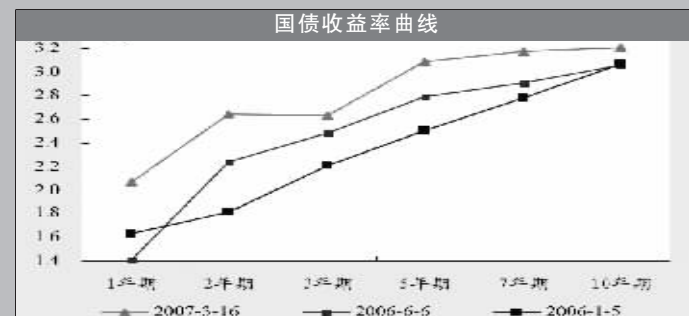
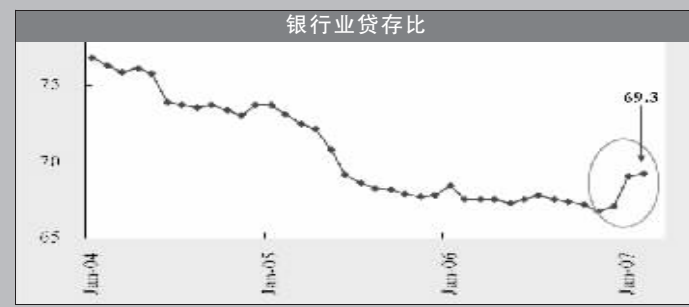
### 1季度净息差将持续扩大

净息差扩大幅度可能是导致2007年业绩超越预期的因素,特别是考虑到:2006年净息差呈“V”字型走势,2006年4季度净息差较高,这将延续到2007年1季度;贷款长期化与存款活期化的趋势;资本市场分流个人存款,使行业贷存比提高;市场收益率正在稳步上升。

### 业绩成长支撑高估值水平

2007年和2008年上市银行净利润增速在30%以上,2008年A股银行和H股银行的加权市盈率却只有21.4倍和14.6倍。在宏观调控措施持续出台的背景下,上半年银行业会呈现区间波动的走势,但业绩快速增长为银行股较高的估值水平提供了支撑。

A股银行2季度首选为兴业与招行。在核心资本充足率超过8%的情况下,兴业2007年和2008年利润增速超过50%。招行目前与浦发、民生的估值溢价低于历史平均水平,而且2007年业绩增长可能超越预期。H股首选为“招行+建行”组合。



资料来源:公司数据、中金公司研究部;说明:招行和建行2006年为预测数,中行和工行净利润增长为剔除一次性因素后数字。

	2004	2005	1H 06	3Q 06	2006	2007E	2008E
招商银行*	拨备前利润	45.9	22.5	28.5	27.9	19.1	30.3
	税前利润	51.6	24.8	39.7	40.0	42.8	31.7
	净利润	48.2	14.4	44.0	38.8	66.2	31.7
浦发银行	拨备前利润	33.9	25.9	16.4	24.4	28.0	19.3
	税前利润	30.1	42.3	34.8	37.3	39.1	32.7
	净利润	23.2	32.5	30.8	30.8	31.1	38.5
兴业银行	拨备前利润	25.8	28.0	-	-	45.0	34.0
	税前利润	35.0	25.5	-	-	42.4	49.8
	净利润	23.2	39.6	-	-	54.1	50.2
民生银行	拨备前利润	43.8	33.8	23.3	23.7	28.2	30.0
	税前利润	47.6	46.3	44.1	30.2	27.0	41.8
	净利润	46.5	31.2	38.2	27.0	43.3	41.8
华夏银行	拨备前利润	17.7	14.8	33.3	35.9	41.6	21.4
	税前利润	20.8	19.8	16.4	15.9	21.2	31.7
	净利润	26.9	25.8	16.5	14.5	13.9	32.9
深发展银行	拨备前利润	66.3	2.1	7.1	22.4	36.7	25.4
	税前利润	40.8	20.0	145.4	177.4	233.6	41.7
	净利润	-30.7	5.5	174.8	196.9	318.9	45.4
工商银行	拨备前利润	21.5	5.5	8.3	-	15.8	18.4
	税前利润	60.6	15.8	9.7	-	14.3	24.6
	净利润	38.2	21.8	0.8	-	20.0	25.1
建设银行*	拨备前利润	26.7	16.6	7.6	-	16.1	22.1
	税前利润	36.0	8.1	3.4	-	19.1	23.0
	净利润	15.8	16.9	18.1	-	18.5	22.8
交通银行	拨备前利润	18.5	56.3	31.0	31.9	33.8	28.6
	税前利润	87.4	66.7	34.5	32.4	35.5	34.5
	净利润	-43.3	47.2	30.6	34.1	32.7	33.5
中国银行	拨备前利润	9.8	6.9	18.3	-	22.3	21.3
	税前利润	-0.2	44.4	20.8	-	26.3	25.5
	净利润	-28.1	16.2	28.3	-	36.4	25.5
上市银行平均	拨备前利润	21.0	12.9	-	-	20.3	21.9
	税前利润	33.9	23.7	-	-	22.9	26.6
	净利润	4.4	26.7	-	-	30.7	32.6

### 工商银行(601398/1398.HK) 中国宏观概念股

□凯基证券 苏皓毅

工商银行2006年增长持续强劲,主营业务收入上升5.8%至1,816.4亿元,获利大幅上扬31.2%至498.8亿元,与预估相符,但低于市场乐观的估计。

工商银行由于规模庞大,与中国景气同步增长,加上贷存比较低,其贷款动能无法达到或超越同业的水准,故预估2007年贷款将温和增长10.8%。

工行资产品质明显改善,但仍劣于同业,2006年下半年不良贷款率自上半年4.1%下降为3.8%,关注类贷款自2005年9.2%降至2006年9.0%,拨备覆盖率自2006上半年60.3%提高为下半年70.6%。由于拨备覆盖率在同业中仍属偏低,也低于银监会建议的80%,该行应会提高此比率,故未来几年获利率提高的机会不大。

尽管大部份银行受惠于升息周期,但工商银行2006年净利差自2005年2.61%下滑至2.39%。净利差恶化的主因为低收益的固定利率投资比重较高(平均收益率2.3%)。

综合上述分析,将2007与2008年每股收益预估分别调整为0.20元与0.26元,每股净资产预估则分别调整为1.51元与1.65元。

工行规模大,战略方向正确,且营收多元化,故仍持续为中国经济增长的主要受惠者,因此,看好其长期前景。

### 中国银行(601988/3988.HK) 资产质量可圈可点

□东方证券研究所 顾军蕾

中国银行业绩的驱动因素和资产质量可圈可点。2006年,中国银行信贷规模仅增长了8.8%,但生息资产增速高于付息负债,从而有效扩大了公司净息差。

2006年度净利差与预期相符,比2005年上升7个基点。净息差则高于预期,体现了公司的资产负债管理水平。预计2007年人民币债券资产低利率的状态对于外汇风险的应对能力。如果考虑到掉期带来的外汇利差收益,公司的外汇损失更小。2007年,公司将继续通过多种手段降低净外汇敞口。

信贷资产质量保持良好,结构进一步优化,投放上向个人倾斜,同时境内营业利润比重有所提升。不良贷款率、减值贷款率、逾期贷款率均有所下降,拨备覆盖率上升。成本收入比下降,可比非息收入比重上升。

综合经营取得实质进展,除已有成熟的产业投资、证券、基金等业务外,中银保险已注册为内资公司,并获准设立四家分公司。飞机租赁公司的人员整合也正在展开。

### 招商银行(600036/3968.HK) 手续费业务领先

□凯基证券 苏皓毅

以整体基本面指标衡量,招商银行可能为经营最佳的中国银行。该行为消费金融领导者,产品创新积极,资产品质优越,手续费业务领先群伦。招商银行品牌优越,服务较佳,在吸引并维持零售客户上表现突出:

(1) 继工商银行的牡丹卡与建设银行的龙卡之后,招商银行虽然资产与渠道基础远小于上述两家银行,但双币信用卡发行量亦于2007年初达到1,000万张。估计招行的信用卡占整体市场流通量约达3成水准。

(2) 财富管理业务拓展获得重大成就。金葵花VIP客户2006年迅速累积,年底已达15万户,其管理资产金额已占全行总资产的1/3。

(3) 招商银为首家核准年金业务的银行,具市场先占优势。其与平安保险合作,在接管深圳市企业年金后,企业客户达1,000家且资产超过50亿元,成为中国最大的年金招商银行。

招商银行净手续费收入比重高于同业(2006年3季度占营业收入10.1%),其对招行的贡献将因无可取代的品牌优势持续大幅增长。

### 兴业银行(601166) 管理能力持续提升

□国泰君安 伍永刚

兴业银行2006年贷款增速高达33.78%,在所有上市银行中最高。一方面,贷款高速增长带来了较高的净利差,使盈利能力增强;另一方面,也将使资本消耗加快。

尽管按测算,目前兴业银行的资本充足率应在12.5%左右,但若贷款保持快速增长,资本充足率将比预想的要快,可持续性增长值得关注。

目前,兴业银行非利息净收入比重较低,仅2.92%。因此,兴业银行对存贷款业务高度依赖的前提下,继续保持贷款高速增长,必然导致其业务结构进一步向存贷款业务倾斜,业务转型尚需努力。

事实上,兴业银行在业务转型方面也已经取得初步成效。如银证合作、投资银行业务开拓、信用卡、零售贷款等重点业务实现了跨越式发展。未来5年,兴业银行将力争把零售业务占比提升到20%至30%。

兴业银行高度重视后台管理的建设和完善。与此同时,公司引入全面预算管理,大力推进管理会计建设;积极探索成本分摊体系和内部资金转移定价体系,提高预算管理和财务核算水平。

### 浦发银行(600000) 中间业务创新

□国泰君安 伍永刚 章锦涛

2006年浦发银行中间业务净收入5.69亿元,同比增长了76.19%,其中中间业务收入为8.92亿元,增长71.26%,中间业务支出为63.19%,增长63.19%。

浦发银行中间业务总量上较少,因此增长较快,现在占总业务收入中的比重为4%左右。公司希望2010年前中间业务占比能够达到20%至25%,在银行卡业务方面,浦发现在发卡总卡量达到1300万张,日均存款6000多元,在股份制银行中处于领先水平。

公司未来将注重银行卡的存量管理,加大存量卡的业务拓展深度;在银行卡中的借记卡和信用卡的发展方面都将加大投入。此外,浦发还将着重发展轻理财卡业务,并推出一系列相关的创新产品。

目前对银行进行市值考核的时机基本成熟了。浦发对市值管理高度重视,将采取4个方面的举措:(1)努力把公司经营好,提升公司价值,并使公司股东、员工、客户、社会在银行价值增长中共同受益。(2)加强与市值管理相关的中间环节建设,注重品牌和创新。浦发银行以市值最大化为经营目标,符合国际上的趋势。(3)顺应、掌握资本化市场在规律,围绕市值最大化经营目标,在组织、人力、激励方面作相应调整。(4)从投资者角度出发,真心维护投资者利益。

## 银行股是“中国因素”最佳诠释者

□平安证券 邵子钦 李景

从历史经验来看,一国经济的繁荣和强大将带动该国金融业的兴起和腾飞。一国经济在快速发展的初始阶段,主要依靠间接融资,随着资本市场的发展和资产证券化水平的提高,逐步过渡到直接和间接融资并重的发展阶段,而间接融资的主要渠道是商业银行。因此,在经济快速发展的过程中,商业银行等金融机构也将脱颖而出。

中国作为世界第四大经济体,有望产生国际级的金融集团。在世界主要金融集团的排名中,美国、日本、德国、英国、法国和意大利等都拥有一席之地。随着四大国有商业银行的上市,中国商业银行也已跻身于世界级金融集团之列。

从市值规模来看,中国银行业已经跻身世界强手之列。工行、中行和建行分别位列世界银行的世界主要金融集团的第二、第六和第七位。总市值分别是花旗的96%、74%和67%。

从资产规模来看,工行、中行和建行分别位列世界银行的第九位、第十位和第十一位,它们的资产规模分别是花旗银行的52%、37%和31%。

从资产盈利能力来看,建设银行净资产回报率高于平均水平4个百分点之外,工行和中行的净资产回报率均较平均水平低2至3个百分点。

从风险管理能力来看,风险管理包括两个方面:一方面是风险控制能力,包括坏账控制和管理能力。资产剥离后的国有商业银行的坏账控制能力有待观察和实践检验。另一方面是风险分散能力。以花旗、汇丰为首的世界级银行均是全球经营,风险分散程度高于中资银行。

### 三大因素催化估值高企

#### 两税合并直接提升银行业绩

2008年内外资企业所得税并轨,即内资企业所得税适用税率由33%下调至25%。目前除在特区内的银行部分网点适用15%的优惠税率之外,大多数银行都适用33%的高税负。

因此,根据2007年投资银行股可以遵循银行股估值结构——“价值基准+中国因素”的判断,所得税率的调整符合这一思路。

人民币升值因素持续存在 根据判断,未来的3至5年内人

民币对美元的升值倾向比较明确,最终将达到1美元兑7元人民币左右的水平。主要理由:一是人民币汇率的纠偏需要;二是国家运用汇率手段,通过反映货币真实需求的汇率水平,平衡国际收支,促进内部经济结构调整的需要;三是人民币兑美元的内在升值要求。因此,2007年人民币对美元的升值幅度和速度,将可能略大于2006年,达到7.5元人民币左右的水平。

在人民币升值日益得到确切判断的前提下,银行股作为中国因素的最佳诠释者,必然受到资金追捧。

银行股在上证指数、沪深300指数和国企指数中的权重分别为29%、14%和40%。对于境内机构投资者而言,投资银行指标股就意味着锁定了30%的大盘;对于海外资金而言,投资香港的中国股票,必然要选择指数中占比40%的金融股。随着银行股市值规模的增加,以及单只基金发行规模的扩大,以指数为标尺的大资金,配置银行股是必然选择。

股指期货推出后,具有指数代表性的银行股必将成为衍生品的对冲对象。从现有基金持仓数据来看,基金对银行股投资有明显增加的变化趋势。

### “中国因素”最佳诠释者

尽管不能将“中国银行股=中国”,但不可否认的是,银行股是中国因素的最佳诠释者。这是由银行业与国民经济休戚相关、国家级信用、以信贷为主的融资模式、利率管制政策、混业经营的最大受益者等多种因素所决定的。在新兴经济体中,中国的经济增长速度和稳定性经受了历史的考验,正在受到全球更多资金的关注。

一是,价值基准策略。寻找内在价值高于价值基准的、具有高速增长能力的中小银行。招商银行是零售业务转型最为明确的银行,兴业银行是净资产盈利能力最强的银行,它们也是绝对估值法确认价值较高的银行。

二是,“中国概念”策略。虽然在A股现有估值中,给予工行和中行这样的大银行以较高的改善空间溢价和中国概念溢价,但是在中国经济基本面持续向好,投资人对其混业经营优势深信不疑的情况下,它们会成为大盘的稳定器。