

息差催化业绩提升，中期关注融资压力

要点：

- 信贷增速放缓将成为定局，但此点于银行业绩实为利好多于利空，中期应关注再融资压力。近期出台的信贷管理政策及资本监管要求的提高使得后期信贷增长放缓成为大概率事件。信贷放缓带来利好，主要是由于下半年新增贷款产生的利息收入对银行当年业绩贡献相对有限，而资金趋紧环境下银行议价能力上扬将提升银行息差。资本监管要求的提高将会对银行后期的资本管理和资产配置策略产生较大影响，**预计银行业再融资将成为中期关注事件之一**。预计资本压力将主要体现在以下两方面：一是会使得银行在后期高风险资产配置（例如信贷扩张）上采取相对谨慎的态度；二是部分银行在未来一年内会有较大的融资压力。目前深发展、浦发和民生已开始有融资举措，如风险权重较大资产扩张较快，则预计招行、兴业、华夏后期也会有补充资本的压力。
- **息差将成为驱动银行业绩超预期的主要动力**。市场利率反弹明显，银行资产收益率有回升的可能，而银行资金成本趋于下降。银行业绩对息差的敏感度大于规模增长，我们的测算结果显示，如息差提升 12 个基点，对净利润有近 7% 的贡献。我们觉得未来一段时间息差将成为驱动银行业绩超预期的主要动力。
- 监管层提出拨备覆盖率达到 150% 的要求，预计将会对部分银行形成一定的压力。为满足监管要求，银行或考虑在中期计提或年终加大计提力度，中报或年报的账面业绩会因此受到影响。
- **投资建议：**目前银行业 PE 估值在 16.3 倍左右，PB 估值在 2.7 倍左右，处于合理水平，如后期经济复苏信号持续增强以及资本市场乐观情绪继续延续，银行股估值有一定的提升空间。长期来看，由于银行业业绩滞后于经济周期的特点，资产质量压力的完全消除和业绩的大幅提升只有在实体经济明显好转和加息周期的进入后才会成为大概率事件，故综合而言，我们维持对银行业“谨慎推荐”的评级。虽然由于利空因素导致市场走势疲弱，但基于基本面和估值面因素，预计板块继续下跌的空间不大，且息差回升将有助于催化业绩进而支撑银行估值，预计息差因素将支撑银行股在未来 1-2 个月内跑赢大盘。**个股投资方面，建议关注两条主线：**（1）资产负债结构特点有助息差提升受益较大的银行：浦发和兴业银行。（2）业绩增长确定较强且具有“进可攻退可守”特点的适合稳健型投资者的银行，包括工行、建行、北京和南京银行。

研究员

吴小玲

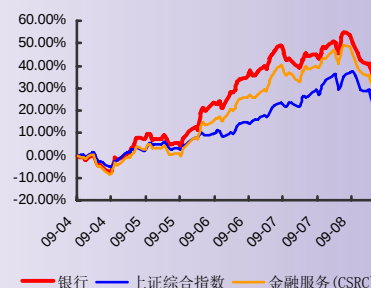
☎(86-755) 83516255

✉ Xiaolingwu99@yahoo.com.cn

✉ wuxl@cgws.com

投资评级：谨慎推荐（维持）

行业股价表现



相关报告

《资金趋活跃化及市场利率反弹有助息差回升——对央行 2009 年 7 月金融数据的点评》
2009.8

《6 月存贷款结构继续改善，有利于息差回升——对央行 2009 年 6 月金融数据的点评》
2009.7

《行业基本面压力缓解信号进一步增强——对央行 2009 年 5 月金融数据的点评》
2009.6

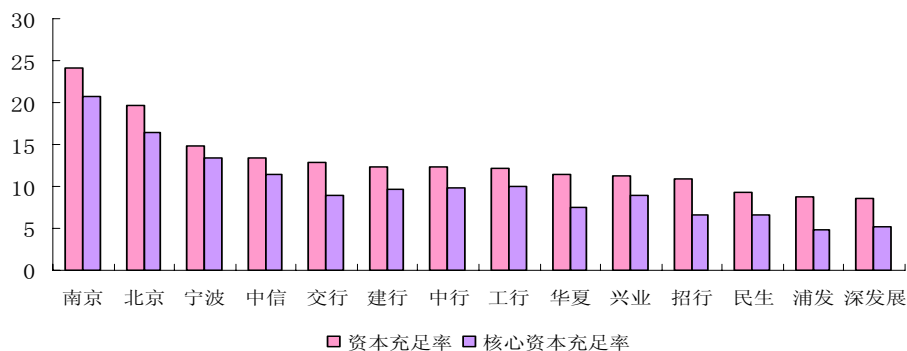
《行业基本面压力继续自 3 月以来的缓解态势——对央行 2009 年 4 月金融数据的点评》
2009.5



1. 信贷增速放缓将成为定局，但此点于银行业绩实为利好多于利空，中期关注再融资压力。

虽然宽松货币政策应该还是继续延续。但后期信贷增长放缓是大概率事件，主要是由于以下几点：（1）对于信贷大幅增长带来的风险，监管层已有所警觉。这也是近期出台的《固定资产贷款管理暂行办法》、《项目融资业务指引》和《流动资金贷款管理办法》等规定的主要原因。这些规定旨在防止信贷资金挪作他用，促使银行资金进入实体经济，有利于减少前期存在的未落实项目资本金到位或未按照项目进度来发放贷款的现象，从而会在一定程度上抑制信贷规模增长。（2）资本将成为制约银行信贷增长的瓶颈，中期应关注部分银行的再融资需求。市场传言，监管层对四大行的资本充足率要求为 8%，同时要求中小商业银行的资本充足率达到 10%到 12%。另外，中国银监会前期发布资本充足率相关指引的征求意见稿，指引明确和严格资本指标的分子“合格资本”和分母“风险资产”的计算，资本监管要求进一步提高。虽然指引将于 2010 年底开始实施，短期内对银行的资本指标计算影响不大，但将会对银行后期的资本管理和资产配置策略产生较大影响。预计资本压力将主要体现在以下两方面：一是会使得银行在后期高风险资产配置（例如信贷扩张）上采取相对谨慎的态度；二是部分银行在未来一年内会有较大的融资压力。目前深发展、浦发和民生已开始有融资举措，如风险权重较大资产扩张较快，则预计招行、兴业、华夏后期也会有补充资本的压力。

图 1、上市银行资本指标比较



数据来源：央行、长城证券研究所

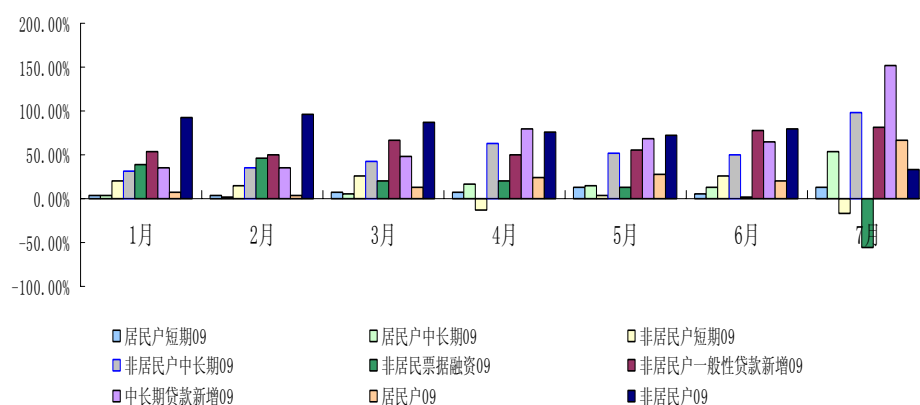
备注：华夏、民生、兴业、南京、北京的数据为 08 年年报提取，09 年 1 季度未公布相关数据。其余银行的数据皆为 09 年 1 季末。

信贷供给增长的放缓，对银行业的业绩影响其实是利好多于利空。首先，资金趋紧环境下，银行的信贷议价能力将趋于上升，贷款利率上浮比重会增加，新增量虽不多，但存量贷款在资金趋紧环境下会出现“低收益类转向高收益类”的结构转换，这都将有助银行息差回升，从而提升业绩。其次，下半年新增贷款产生的利息收入对银行当年业绩贡献相对有限，例如年末发放贷款的利息收入可能都不足以抵消拨备支出等费用。下半年信贷新增量减少对银行股的负面影响可能更多的是来自市场流动性变动对估值的影响。

2. 息差将成为驱动银行业绩超预期的主要动力。

年初以前的存量贷款利率调整已经基本完成，今年已发放信贷在资金趋紧背景下将出现“由低收益类向高收益类”的内部结构转换，未来新增贷款将由于下半年总体银行业信贷投放动力的环比减弱而对非国有企业的议价能力有所上升，银行资产收益率有回升的可能。

图 2、09 年各月新增贷款结构情况



数据来源：央行、长城证券研究所

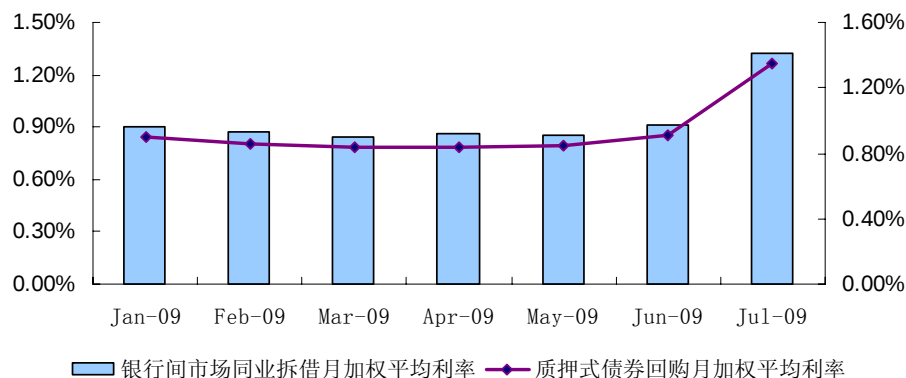
存款定期化也已经趋缓，资金相对是趋于活期化，而且部分存量定期存款会在未来进行重定价、执行较低的利率，银行资金成本趋于下降。

银行间市场利率在 6 月份摆脱 3 至 5 月的低谷徘徊后开始回升，7 月份更是明显反弹了 41 个基点。在管理层对货币政策微调的预期背景下，预计未来市场利率上行趋势会继续延续，将有助于息差的提升。银行业绩对息差的敏感度大于规模增长，我们



的测算结果显示，如息差提升 12 个基点，对净利润有近 7% 的贡献。我们觉得未来一段时间息差将成为驱动银行业绩超预期主要动力。

图 3、银行间市场利率反弹明显

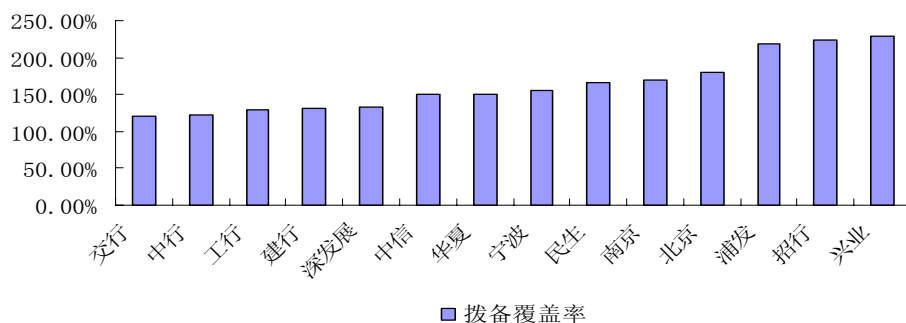


数据来源：央行、长城证券研究所

3. 拨备支出压力来自监管要求的提高

监管层提出拨备覆盖率达到 150% 的要求，预计将会对部分银行形成一定的压力。按照已公开的数据，四大国有银行距上述要求相对较远（其中建行压力相对较小），深发展、中信、华夏和宁波银行如果不良贷款上升过快则将面临一定的压力。为满足监管要求，银行或考虑在中期计提或年终加大计提力度，中报或年报的账面业绩会因此受到影响。

图 4、上市银行拨备覆盖率情况



数据来源：央行、长城证券研究所

备注：宁波、浦发、兴业、交行、深发展为 09 年 1 季报数据，其余银行皆取自 08 年报。



4. 投资建议

目前银行业 PE 估值在 16.3 倍左右, PB 估值在 2.7 倍左右, 处于合理水平, 如后期经济复苏信号持续增强以及资本市场乐观情绪继续延续, 银行股估值有一定的提升空间。长期来看, 由于银行业业绩滞后于经济周期的特点, 资产质量压力的完全消除和业绩的大幅提升只有在实体经济明显好转和加息周期的进入后才会成为大概率事件, 故综合而言, 我们维持对银行业“谨慎推荐”的评级。虽然由于利空因素导致市场走势疲弱, 但基于基本面和估值面因素, 预计板块继续下跌的空间不大, 且息差回升将有助于催化业绩进而支撑银行估值, 预计息差因素将支撑银行股在未来 1-2 个月内跑赢大盘。个股投资方面, 建议关注两条主线: (1) 资产负债结构特点有助息差提升受益较大的银行: 浦发和兴业银行。(2) 业绩增长确定较强且具有“进可攻退可守”特点的适合稳健型投资者的银行, 包括工行、建行、北京和南京银行。



研究员介绍及承诺:

吴小玲: 经济学理科硕士 (2008.3 毕业于英国约克大学), 2001 年 7 月自上海交大毕业后曾在银行工作五年, 期间任职于内部控制审查、信贷制度制定、贷款审查、包括逾期催收索赔在内的贷后管理以及会计等多个岗位, 拥有中国人民银行颁发的多项银行业资格证书; 国际特许公认会计师公会 ACCA 二阶段学员; 中级经济师 (金融专业); 2008 年加入长城证券, 任银行业研究员。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>