

业务拓展与监管之间的权衡——金融行业 2009 年大事回顾和 2010 年展望

金融行业

2010 年 1 月 4 日

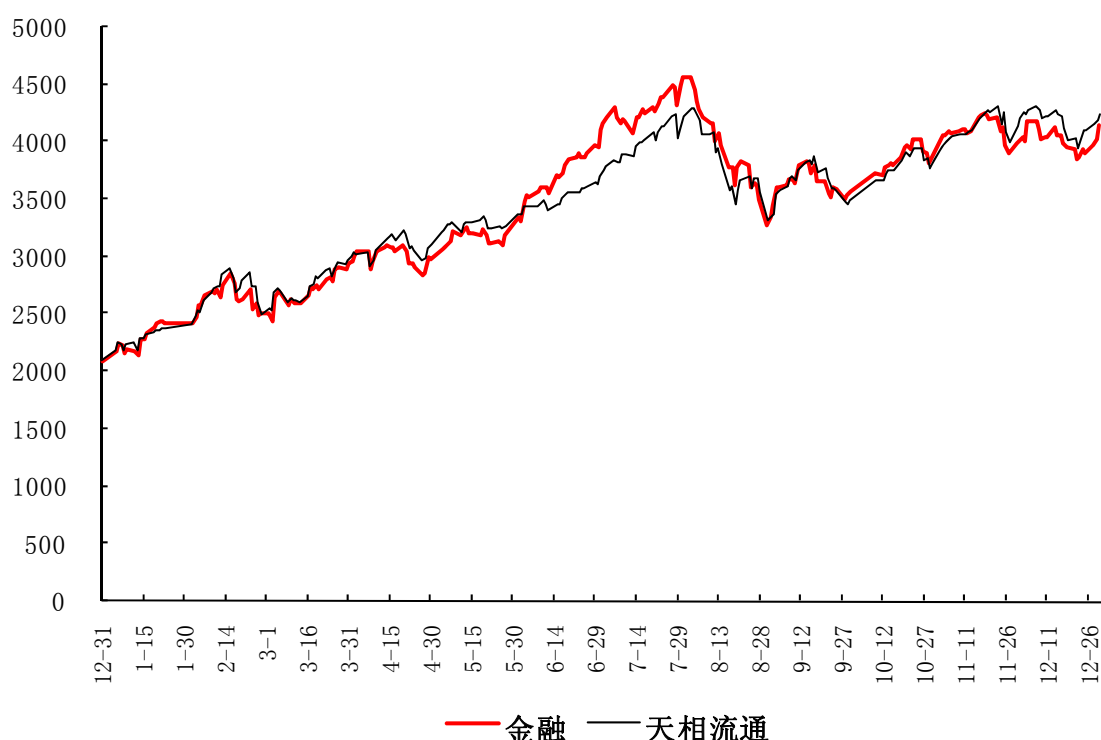
王逸峰

010-66045820

- 1. 信贷政策实质上前松后紧：**2009年中，宏观上一直实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并始终围绕“保增长、促内需、调结构”展开。实际上，我们认为上半年的货币政策环境极度宽松，各项信贷政策均向“保增长”看齐。银监会甚至允许有条件的中小银行适当突破存贷比。在此政策环境下，上半年贷款高速增长，对经济增长做出了贡献。但信贷高速投放的同时，监管部门对金融业运行风险的监管也逐步加强。下半年资本充足率要求的提高，将可能制约信贷的持续增长。我们认为信贷政策的侧重点已转向“调结构”，而存贷比监管回归的传闻进一步减少了信贷投放的预期。
- 2. 银行股表现受益于信贷投放，但受制于资本监管：**2009年是银行业净息差触底回升的一年。受2008年降息影响，银行业整体净息差同比大幅下降。这种影响在贷款集中重定价，且贴现贷款比重大幅提高的一季度表现尤为明显。此后，随着存款的重定价和贴现贷款比重的逐步下降，下半年起银行业净息差进入上升通道。不过我们认为2009年银行业净利润的主要推动力量，仍主要来自信贷的高速增长。前11月，金融机构新增人民币贷款已达9.21万亿元，预计全年新增贷款9.5万亿元，远超过年初市场预期的5万亿元。特别是上半年中，新增人民币贷款已达到7.37万亿。在流动性充足的背景下，企业现金流状况明显好转，基准利率也没有继续下调的必要，因此银行的资产减值损失和净息差均好于年初的预期。在此背景下，上半年上证指数上涨62.53%，而同期天相银行业指数大涨95.72%。而进入下半年，尽管净息差进入上升通道的趋势明显，但天相银行业指数仅小幅上涨2.72%，并拖累上证指数至仅上涨10.74%。我们认为资本监管要求的提高是制约银行股价的重要因素。资本充足率要求的提高，将迫使银行降低经营杠杆，从而降低盈利能力；同时，银行的信贷扩张将受到制约，部分资本不足的银行将面临迫切的再融资需求。展望2010年，我们预计银行业盈利的增长将主要来自规模的增长；而规模的增长又将取决于政策的影响，这需要我们的持续关注。而在加息预期增强的情况下，如果利率上浮贷款比重大幅增加，则可能带来盈利的超预期增长。此外，我们预计银行股的估值折价有望收窄。
- 3. 证券保险股盈利依赖于资本市场，而新业务提供交易机会：**2009年上证指数累计上涨79.98%，而天相保险和证券行业指数分别上涨104.85%和92.29%。指数的上行增加保险公司的投资收益，使保险股往往可以放大市场指数的收益率。而尽管市场成交量保持较高水平，但因佣金水平下降，券商股跑赢上证指数的幅度相对较小。此外，一些新业务为证券保险行业的投资提供了阶段性的交易机会。这包括创业板的启动，以及对股指期货和融资融券业务的预期等；包括保险公司投资渠道的拓宽，保险新会计准则的解读，以及对税延型养老保险推出的预期等。展望2010年，我们预计证券行业经纪业务收入仍将有稳步增长，而创新业务的开展有望为券商带来超预期的收益；建议同时关注股指期货相关受益股的交易机会（见附表2）。保险行业仍处于债券市场收益率提升，而保单成本维持低位的有利环境，股权投资有望继续贡献收益，因此保险公司盈利仍有望改善；预计新准则下的净利润和内含价值有望高于旧准则，由此也可能带来保险股价值的重估。

总的来看，我们认为未来金融股的投资机会将主要来自创新业务和银行股的估值修复，而主要风险则来自过于严厉的监管措施。我们建议重点关注有望在创新业务中取得超预期收益的中信证券、海通证券，以及增资后有望超预期扩张的国元证券；贷款占生息资产比重高、有望受益于贷款利率的超预期上浮的深发展和中信银行，规模增长有望持续超预期的南京银行，以及有望通过降低拨备覆盖率释放业绩的兴业银行等。另外，股指期货的推出将可能加速市场的风格转换，并给股指期货概念股带来交易机会。

图表 1：金融行业指数和天相流通指数 2009 年走势



资料来源：天相投资分析系统

图表 2：股指期货概念受益股

受益股	代码
中国中期	000996
中大股份	600704
高新发展	000628
厦门国贸	600755
大恒科技	600288
美尔雅	600107
新黄浦	600638
弘业股份	600128

资料来源：天相投顾整理

图表 3：2009 年金融行业政策大事记

日期	事件
1 月 5 日	保监会发布《关于保险业实施〈企业会计准则解释第 2 号〉有关事项的通知》，要求保险公司编制 2009 年财务报告时执行统一的会计政策，对保费收入的确认和计量，保单获取成本，准备金评估等方面采用新标准
1 月 10 日	银监会发布《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》，从十个方面对有关信贷监管规定和要求做出适当调整，加大对经济发展的信贷支持力度。其中包括允许有条件的中小银行业适当突破存贷比
1 月 19 日	证监会、银监会发布《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》
2 月 28 日	人大审议通过新《保险法》，并定于 10 月 1 日起实施。在投保和理赔方面进行修订，保护投保人、被保险人的权益；同时拓宽保险公司资金运用渠道，增加了投资不动产等内容
3 月 12 日	报道称，银监会拟将工、农、中、建、交五大商业银行的拨备覆盖率要求由去年底 130% 提高到 150%，股份制银行大致仍按照 150% 执行（该消息直到此后的经济金融形势通报会上才得到正面证实）
3 月 18 日	人民银行、银监会发布《关于进一步加强信贷结构调整，促进国民经济平稳较快发展的指导意见》。意见要求优先保证中央投资项目所需配套信贷资金及时落实到位，并从多方面建议信贷结构调整
3 月 31 日	证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》
4 月 30 日	银监会发布《关于中小商业银行分支机构市场准入政策的调整意见（试行）》，旨在放开和简化机构设立，加强金融对地方经济的支持力度
7 月 1 日	人民银行等部门联合发布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，规范试点企业和商业银行的行为，防范相关业务风险，以促进贸易便利化，保障跨境贸易人民币结算试点工作的顺利进行。此后人民银行还陆续发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，《关于跨境贸易人民币结算国际收支统计申报有关事宜的通知》
7 月 13 日	巴塞尔委员会通过对新资本协议框架的完善修订。新框架的目标包括但不限于：提高压力时期可提取的缓冲资本储备，提高银行资本的质量，引入杠杆率作为新资本协议的最低保障机制。中国银监会于 7 月 29 日在官方网站就此事刊登公告，提高资本充足率要求的预期增强
7 月 20 日	证监会称将自 7 月 26 日起受理创业板发行上市申请。同时创业板首发上市申请文件和招股说明书两准则正式发布。标志着创业板进入实际操作阶段
8 月 18 日	银监会发布《关于完善商业银行资本补充机制的通知（征求意见稿）》，要求主要商业银行发行资本工具时，核心资本充足率应不低于 7%，发行资本工具的额度不超过核心资本的 25%，计算附属资本时需扣减商业银行间交叉持有的资本工具
10 月 23 日	银监会正式发布《关于完善商业银行资本补充机制的通知》，决定对银行间存量互持次级债将以“新老有别”的方式处理，对于 2009 年 7 月 1 日以后的其他银行长期次级债务将进行全额扣减；此外正式稿仅规定发行长期次级债务的额度不超过核心资本的 25%
11 月 26 日	银监会发布《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》，标志着中国银保混业经营开始
12 月 22 日	财政部发布《保险合同相关会计处理规定》，规范保险混合合同分拆、重大保险风险测试和保险合同准备金计量的会计处理，并表示保险公司的净利润和净资产将有不同程度提高
12 月 23 日	一行三会联合发文，要求进一步做好金融服务支持重点产业调整振兴和抑制部分行业产能过剩

资料来源：天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室
电话：010-66045566； 传真：010-66573918； 邮编 100032

北京新盛 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层
电话： 010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500 邮编：100140

北京德胜园 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100088

上海天相 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座
电话： 021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编 200120

深圳天相 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801
电话： 0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800 邮编 518041

山东天相 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C
电话： 0531-82602582； 传真：0531-82602622； 邮编 250014