银行

增持/ 维持评级

分析师

吴松凯

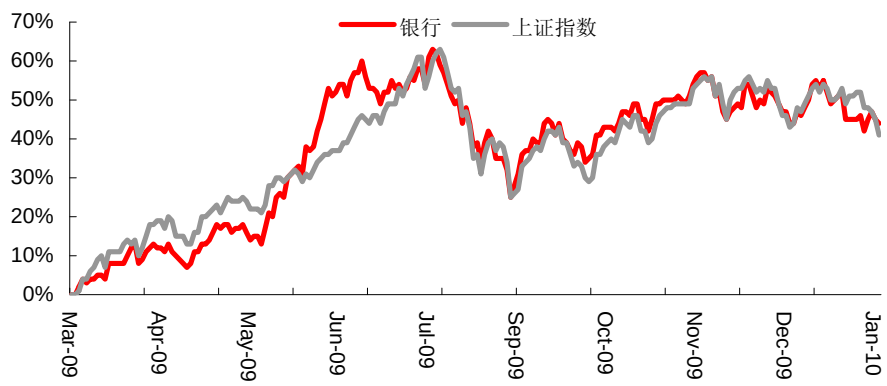
+755-82492207 wusongkai@lhzq.com

业绩开始提速，2010 年银行将更超预期

—规模、息差、不良、融资问题的再探讨

- 两个核心结论：1）坚持行业景气向上的判断，许多卖方或会在 1 季报前后上调其盈利预测；2）扰动因素渐趋弱化，向上“冲击”或将多于“向下”冲击。
- 规模，量价齐升，而非以价补量：1）贷款增速仍略高历史水平，且最终投放不会低于预期；2）即使贷款发放显著放缓，平均余额仍将快速增长；3）增量规模对于业绩的影响，或没有市场想象的大。
- 息差，扩大可能超预期：1）仅翘尾因素，或已贡献 10BP 的息差上升；2）货币信贷的“微调”，已带来央票利率两次上调，贴现利率 150BP 上升，贷款议价能力逐步走高；3）非对称加息概率极小，故紧缩将确定性带来息差更超预期。
- 资产质量，或优于预期：1）缘于银行当前的客户结构，而经济的转暖也将有所裨益；2）关于融资平台，一是风险小于预期，二是化解措施即将出台，三是风险更多在非上市银行；3）其他的担忧，如房地产行业、过剩产能行业、宽松流动性退出、加息等导致的资产质量恶化，最终也将被证明是过虑的。
- 拨备，进一步大幅计提的可能性不大：1）较好的资产质量使得专项计提不会大幅增加，2）贷款投放的下降带来组合计提的减少，3）覆盖率的高企导致释放而不是进一步计提的压力。
- 再融资，重申几个观点：1）硬性监管缺口及市场资金压力，均小于预期；2）资本及再融资的问题，最终来自于各方诉求的均衡，无需过度悲观。3）资本要求提高，将导致银行投资价值回归长期基本面；4）投资者的悲观情绪，终将随着认知的深入而逐渐淡去。
- 维持行业“增持”评级。短期偏好招行、兴业、民生和浦发，长期偏好招行、兴业和宁波，同时提醒关注华夏和深发展可能的交易性机会。

最近 52 周股价表现



目 录

第一部分 规模增长：平稳，但仍较快 4
并非以价补量，而是量价齐升 4
信贷投放，不会大幅低于预期 4
贷款发放显著放缓，平均余额仍将保持较快增长 5
规模对于业绩的影响，或无须放大 6
历史的考量：规模暂时不是关键变量 7
第二部分 息差：扩大有可能超越预期 7
即使不加息，息差扩大仍有可能超越预期 8
不可忽视的翘尾因素 9
非对称加息？或仅是杞人忧天 10
第三部分 信用成本，仍将保持平稳 11
不良生成何以持续低于预期？ 11
融资平台风险：或许可以更理性看待 12
地方负债：或应合理看待 12
融资平台：体制的遗留问题 13
平台清理：目的合在？ 13
后续举措：风险化解 13
项目现金流和地方财政能力：或需动态看待 14
偿债能力与地方负债的持续性 14
银行间的分工与上市银行的风险缓冲 14
其他风险来源，或属过虑 15
房地产行业 15
产能过剩行业 15
宽松流动性的退出 15
加息与不良生成 15
拨备进一步大幅计提的可能性较小 16
第四部分 再融资：重申几个观点 17
观点之一：硬性监管缺口与市场资金压力，均不大 17
观点之二：资本及融资，各方诉求的博弈均衡 18
观点之三：银行的投资价值，回归长期基本面 18

观点之四：悲观情绪，终将淡化 19
两会期间，关于再融资的一些正面声音.....19
第五部分 可能的驱动因素 21
卖方一致预期可能上调 21
估值已低，但或更低 21
股指期货，渐行渐近 21
扰动因素，渐趋弱化 21
第六部分 主要结论 23
维持行业“增持”评级 23
风险提示 24

这篇报告，为的是将近期的主要观点与投资者做一交流，也提醒投资者留意银行板块可能渐行渐近的投资机会。

在年度策略报告（《基本面趋势确定，情绪间或扰动——银行业 2010 年度报告》2009/11/26）中，我们的观点是：2010 年的银行业，基本面将量价齐升，而投资情绪则难免间或受到扰动。

与年度策略报告相同的是：我们依然坚持行业景气向上的判断，而且判断景气有加速的迹象，许多卖方或会在 1 季报前后上调其盈利预测。

与年度策略报告不同的是：我们认为经过最近 3 个月的又一轮情绪调整，后续各种间或出现的扰动因素，对于投资者的影响，或逐渐趋于弱化。

第一部分 规模增长：平稳，但仍较快

市场对于今年信贷投放的预期，大致是 7.5 万亿，意味着相比 09 年的 9.6 万亿，将显著下降。

既然信贷投放将显著下降，对于许多投资者而言，随之而来的担忧是：今年贷款投放下降这么多，息差的上升是否真的可以弥补投放量的下降？

进一步，当前的信贷管制，会否导致信贷投放最终低于预期的 7.5 万亿，或导致投放的明显滞后？

对应的是，如果信贷投放低于 7.5 万亿或明显滞后，银行的业绩能否如预期般保持增长？

并非以价补量，而是量价齐升

在这里，我们首先纠正一个观点：09 年银行的业绩，确实是以量补价；但今年的情况，却并非以价补量，而是量价齐升。因为“价”是上升的，量却也没有下降。

我们不妨看看下面两个判断：

1）**今年 7.5 万亿的信贷增量，即 19%的增速，相比 09 年虽有下降，但仍略高于往年水平。**事实上，除了 09 年，过去 5 年的信贷增速，基本在 15%-20%之间。所以，今年 7.5 万亿（甚至是 7 万亿）的信贷增量，对应的是贷款增速的回归常态，而非大幅收缩。这点应当明确。

2）**即使今年贷款投放进一步收缩，只要息差不下降（息差将确定性上升，详细论述见后），净利息收入也将必然上升。**应当注意的是，银行收息的基础是贷款存量，而非增量，虽然今年贷款增量比去年下降了 2 万亿，但贷款存量却增加了 7.5 万亿。

信贷投放，不会大幅低于预期

接下来的问题是，最终的信贷投放，会否明显低于预期的 7.5 万亿？

对此，我们并不持悲观态度。关于信贷的供需问题，我们在之前的年度策略中，已有详尽论述，这里不再赘述，转而重点探讨近期的货币和信贷政策。

应当说明的是，近期的货币政策，包括两次上调存款准备金率，更多在于回收过剩流

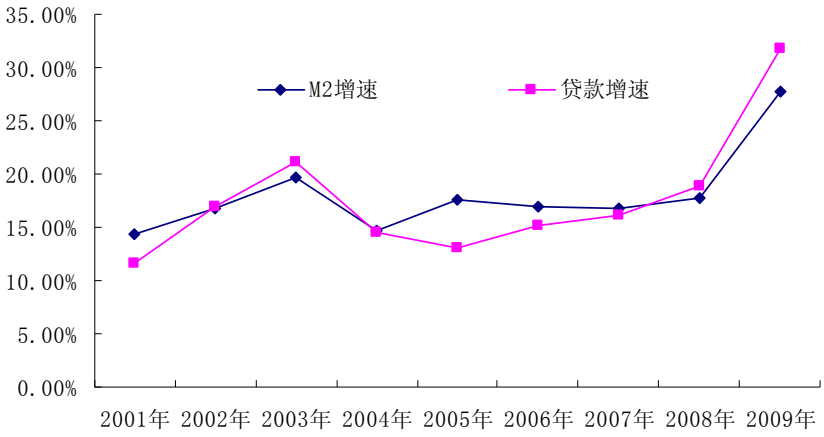
动性，使得过于宽松的货币和信贷逐渐回归常态；当前的窗口指导和信贷管制，也更多在于希望信贷平稳投放，而非大幅下调 7.5 万亿的信贷目标。

事实上，从 1 月份 1.39 万亿和 2 月份 7000 亿的投放水平上，很难看出今年的信贷目标或实际信贷投放，将显著低于 7.5 万亿目标的迹象。

温总理在最近政府工作中，关于信贷投放的表态是 **7.5 万亿**；银监会主席刘明康在两会期间接受访问时表示，对于这个目标，**可能会有 5 千亿向上的弹性空间**。

另一方面，根据央行 09 年 4 季度货币政策执行报告，今年 M2 的目标增速为 17%，也属于比较宽松范畴。事实上，08 年制定的 09 年 M2 目标增速，也只是 17%。

图 1、M2 及贷款历年增速



数据来源：人民银行，华泰联合证券研究所。

贷款发放显著放缓，平均余额仍将快速增长

讨论贷款，不得不提及的，是贷款平均余额的概念。对于银行来说，贡献业绩的是贷款平均余额，不是简单的贷款增量。

09 年 9.2 万亿的一般贷款增量(扣除票据)，其对于 09 年平均余额的贡献仅为 4.8-5.5 万亿（假设所有贷款均为月初发放，即为 5.5 万亿；假设所有贷款均为月末发放，即为 4.8 万亿）。

换言之，即使今年贷款不再发放，结构也不变化，一般贷款平均余额也将比 09 年增加 3.6-4.4 万亿，约为 10%-12%的增长。当然，如果贷款结构发生变化（票据转为一般贷款），则一般贷款平均余额的增长会更高。

也就是说，即使今年贷款发放显著放缓，平均余额仍将保持较快增长。而在今年新增贷款 7-7.5 万亿的假设下，全年贷款平均余额增长将达 25%，与 09 年约 27%的增速大致持平。

表 1、贷款发放显著放缓，平均余额仍将较快增长

		2009 年 H1		2009 年 H2		2009 年	2010 年
		同比	环比	同比	环比		
期末余额	人民币	28.1%	20.1%	32.7%	10.5%	32.7%	18.6%
	本外币	26.7%	20.1%	33.8%	11.4%	33.8%	19.1%
平均余额	人民币	21.7%	13.5%	31.2%	15.6%	26.7%	24.5%
	本外币	19.7%	12.3%	31.1%	16.8%	25.6%	25.8%

数据来源：人民银行，华泰联合证券研究所。

说明：2010 年人民币贷款投放 7 万亿，本外币贷款投放 7.7 万亿。

增量规模对于业绩的影响，或没有市场想象的大

最后，再强调一个反复提及的观点：短期而言，息差对于业绩的影响，其实更甚。换言之，增量规模的小幅变动，或无需过度解读。

贷款平均余额 1 万亿（相对于 40 万亿的贷款存量，约占 2.5%）的增减，对于业绩而言，只相当于息差 3.5 个 BP 的变化。

如果考虑期末余额与平均余额的差异，则对于 2010 年的影响，或仅相当于息差 1.75-2 个 BP 的变化。

而信贷的进一步紧缩，譬如贷款目标下调为 6 万亿，将使银行贷款议价能力明显提升，进而息差显著扩大。结果是业绩的提高，而不是下降。

与此同时，贷款投放节奏的指导，影响也无需放大。从静态上看，贷款节奏的管制，将使贷款平均余额出现 0.3-0.6 万亿的下降，不过，其最终的影响，可能小于上述测算：

1）管制的最终执行，或存在一定的松动。今年的季度目标为 3、3、2、2，但从 1、2 月份实际的贷款投放看，1 季度高于 30%应该是大概率事件。

2）票据的腾挪，将使一般贷款平均余额的差异，明显小于上述测算。09 年的情况是票据融资前高后低，今年的情况很有可能是相反。

3）贷款的季度管制，将导致议价能力更早的体现。议价能力上升带来的息差扩大，将很大程度抵消（甚至超过）平均余额下降的负面影响。

表 2、贷款季度管制，对于平均余额的影响 **单位：万亿**

		1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	平均余额	平均余额增量
基准情景	季度占比	30%	30%	20%	20%		
	贡献平均余额	2.0	1.4	0.6	0.2	4.1	
情景 2	季度占比	35%	30%	20%	15%		
	贡献平均余额	2.3	1.4	0.6	0.1	4.4	0.3
情景 3	季度占比	40%	30%	20%	10%		
	贡献平均余额	2.6	1.4	0.6	0.1	4.7	0.6

数据来源：人民银行，华泰联合证券研究所。

表 3、09 年贷款的前高后低，或没有想象的严重

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
全部贷款	48%	29%	13%	10%
一般贷款	34%	28%	23%	15%

数据来源：人民银行，华泰联合证券研究所。

说明：剔除票据融资的一般贷款投放表明，09 年 1、2 季度的投放比例分别为 34%、28%，合计 62%，贷款的所谓前高后低，远没我们想象的严重。

历史的考量：规模暂时不是关键变量

从历史上看，规模的变动一般都比较平稳（当然，09 年除外），银行业绩的边际贡献，更多来自息差或其它。07 年业绩的快速上涨源于此，而 09 年业绩的巨大压力也源于此。

引申的含义：信贷回归常态之后，增量规模的变动，对于业绩影响将趋弱化。进一步，对于规模的轻微变动，自也不必过滤；换个角度看，这倒是减少了再融资的必要。

有趣的现象：许多投资者在考虑银行业绩的时候，倾向于认为信贷投放低，进而业绩存在大幅低于预期的可能；而在考虑再融资的时候，则倾向于将信贷投放进而资本需求无限放大。

也许，我们只是为了给自己的决策找个理由而已。

表 4、2003－2009 年利润驱动因素分解：规模贡献相对平稳

	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
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	16.7%	2.9%	7.1%	-20.5%	-3.6%	13.6%	0.1%	13.7%	30.0%
09 年 1 季度	21.2%	-44.1%	5.5%	-9.1%	-1.9%	18.7%	0.0%	0.8%	-9.0%

数据来源：Wind，公司资料，华泰联合证券研究所。

第二部分 息差：扩大有可能超越预期

如我们一贯强调的，短期而言，息差相比规模，对于业绩的影响，其实更大。09 年上市银行税前 ROA 大致在 1.4%上下， 亦即，14BP 的息差变动将导致 ROA 进而业绩 10%的变动。

如果成本与规模成正比，则 14BP 的息差变动，将与 10%的平均规模变动相仿，而具体到今年，如果假设规模匀速增长，则意味着一般贷款余额 20%或 8 万亿的增长。

息差的问题，市场关注的通常是存贷款基准利率的变动。事实上，由于供给变化的原因，可能导致资金价格上涨超越预期，从而带动息差上涨超越预期。

即使不加息，息差扩大仍有可能超预期

正如我们之前的报告反复强调的，央行和银监会对于资金供给的管制，无形中可能提高资金提供方银行的议价能力，进而提高其息差水平。

这也是为什么，信贷管制的 07 年和 08 年 H1，银行业绩的表现，却显著优于信贷放松的 08 年 H2 和 09 年。

从 04 年 Q2 到 05 年 Q2，贷款基准利率仅上升 27BP，而人行披露的 1 年贷款加权平均利率，上升高达 176BP。

市场利率（包括同业，债券和票据），在存贷款基准利率没有多大改变的情况下，变动几十甚至上百 BP，也不少见。

04-05 年：宽松的货币和紧缩的信贷，结果是收益率曲线的下移和实际贷款利率的上升；**05-06 年**：货币和信贷的回归正常化，结果是收益率曲线的恢复性上移和实际贷款利率的下降；**09 年上半年**：极度宽松的货币和同样宽松的信贷，结果是收益率曲线和实际贷款利率的共同大幅下滑。

今年，我们即使不会看到货币和信贷政策的真正收紧，但我们至少将看到其相对于 09 年上半年的回归常态。结果是，我们将看到市场利率的可能回升，和实际贷款利率一定程度的恢复。

关于市场利率，在过去的 2 个月中，已有较为明显的变化。1 年期央票中标利率两次上调，票据贴现利率也从 2.5%上升到 4%以上。

值得一提的是，由于市场利率对应的资产，占据了银行差不多三分之一的资产，市场利率 45BP 的上涨，将最终导致息差 15BP 的扩大。

此外，贴现利率的大幅提升，意味着一般贷款（不含票据的贷款）机会成本的大幅提升。换言之，虽然无法得到一般贷款的实际利率数据，但我们判断，贷款的议价能力，在 2 月份以来，或有喜人表现。

表 5、上市银行 2008 年的资产构成 **单位：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，华泰联合证券研究所。

表 6、贷款议价能力可能带来实际利率远超基准利率的变化

	2004 年 Q2	2004 年 Q3	2005Q1	2005Q2
1 年期实际贷款利率	5.70%	6.28%	6.98%	7.46%
环比变化		0.58%	0.70%	0.48%
1 年期贷款基准利率	5.31%	5.58%	5.58%	5.58%
环比变化		0.27%	0.00%	0.00%

数据来源：人民银行，华泰联合证券研究所。

不可忽视的翘尾因素

表 7 显示，09 年 3 季度，单季息差相比前 3 季度扩大了 2BP。当然，单季数据，特别是期初期末简单平均的数据，未必精确；同时，单个银行也极易受到一些短暂因素的干扰。

不过，有两个结论基本是明确的：1）3 季度息差已企稳，并且恢复到前 3 季平均水平；2）股份制银行息差的反弹，整体更为显著一些。（见表 7）

对于大部分银行而言，7、8、9 月息差基本上是逐月提高的，这意味着，9 月份息差水平，可能至少高于 3 季度几个 PB。进一步，4 季度息差还在继续提高， 12 月份息差比 9 月份高出几个 BP 应当也是可以预期的。

也就是说，12 月份当月的息差，高于全年 8-10 个 BP，可能是大概率事件。换言之，即使不考虑今年息差的进一步扩大，仅去年的翘尾因素，大概就能贡献 8-10 个 BP 的息差扩大。

其实，1 月份以来的货币紧缩和信贷管制，已使得 1、2 月份息差有进一步扩大的迹象。而有些因素，由于重定价的滞后效应，影响仍在继续。

也就是说，截止当前，仅翘尾因素，可能已贡献 10-15BP 息差的上升，部分银行甚至 20BP 或以上。这些，都是基于后续息差不进一步扩大的基础上。

而正如我们后面将讨论的，15BP 息差的扩大，将导致 ROA 约 10%的上升，其结果是，业绩 10%或以上的额外上涨。

表 7、3 季度息差开始见底回升

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	Q3-Q2	09 前 3Q	Q3-前 3Q	09 前 3QROA
工行	2.76%	2.72%	2.23%	2.08%	2.15%	0.07%	2.15%	0.00%	1.21%
建行	3.18%	3.00%	2.51%	2.32%	2.30%	-0.02%	2.37%	-0.07%	1.31%
中行	2.49%	2.34%	1.98%	1.88%	1.98%	0.10%	1.94%	0.03%	1.09%
交行	2.80%	2.32%	2.03%	1.92%	2.11%	0.19%	2.02%	0.09%	0.99%
招行	3.27%	2.82%	2.25%	1.94%	2.08%	0.14%	2.08%	0.00%	0.94%
中信	3.41%	2.85%	2.37%	2.34%	2.60%	0.25%	2.44%	0.16%	1.15%
浦发	3.12%	2.46%	2.06%	2.03%	2.21%	0.18%	2.10%	0.11%	0.90%
民生	3.05%	2.87%	2.46%	2.22%	2.49%	0.27%	2.39%	0.10%	1.07%
兴业	2.89%	2.50%	2.24%	2.13%	2.32%	0.20%	2.23%	0.09%	1.11%
华夏	2.64%	2.07%	1.85%	1.90%	2.07%	0.17%	1.94%	0.13%	0.45%
深发展	2.88%	2.63%	2.65%	2.31%	2.33%	0.03%	2.42%	-0.09%	0.92%
北京	3.04%	2.75%	2.36%	2.25%	2.31%	0.07%	2.31%	0.01%	1.27%
南京	2.69%	2.99%	2.55%	2.49%	2.38%	-0.11%	2.47%	-0.08%	1.35%
宁波	3.30%	2.85%	2.71%	2.64%	2.66%	0.02%	2.67%	-0.01%	1.18%
合计	2.87%	2.66%	2.23%	2.09%	2.18%	0.09%	2.17%	0.02%	1.14%

数据来源：Wind，公司资料，华泰联合证券研究所。

说明：由于期初期末和日均口径的差异，加上各行重定价的不同和个别行可能在 3 季度进行了一些贷款处置，上述简单计算出来的单季息差情况并不能充分反应各行的具体情况，也不能充分反应各行息差未来差异的趋势，不过将行业作为整体，则基本上能够反应。

非对称加息？或仅是杞人忧天

大部分投资者，对于加息的认识都是正面的，而少部分投资者的疑虑在于：如果 CPI 持续走高，而由于企业盈利可能没有明显改善，会否是非对称的加息？即存款利率的上调多于贷款利率的上调。

关于 CPI 上涨导致的加息，我们觉得有必要区分成本推动还是需求拉动。如果是成本推动，即更多是由投资过热导致（当然，也可能是供给因素导致，但我们觉得可能性不大，并且和我们现在讨论的货币因素导致的通胀预期不在同一层面），那么调控的应该是投资。在这种情况下，更为合理的做法，应该是上调贷款利率而非存款利率，或者说，应该是贷款利率相对于存款利率的非对称性上调，而非相反。

事实上，非对称性上调存款利率，只会导致居民消费的进一步下滑（如果存款利率的上调确实有效），而对于投资影响不大。其结果，自然也就无法有效降低过热的投资，降低成本从而降低 CPI。我们的看法是，通过居民消费需求的大幅下降来抑制成本推动型的通货膨胀，不但不合逻辑，也将适得其反。

只有需求拉动下的 CPI 上涨，非对称性上调存款利率，理论上才更为合理。但是，在中间部门产能明显过剩的情况下，我们并不认为，宽松货币政策的推动，会最终导致

下游的需求可以令得过剩的中间产能变得供不应求。我们的判断是，这种情况似乎不太可能，也太过于乐观。

关于加息的另一个疑虑：同样是企业盈利没有明显好转，利率的上调会否导致大量不良的产生？关于这一点，我们将在第三部分“信用成本：仍将保持平稳”中讨论。更为详尽的分析，请参阅我们前期的报告（《基本面趋势确定，情绪间或扰动——银行业 2010 年年度报告》2009/11/26）。

第三部分 信用成本：仍将保持平稳

不良生成何以持续低于预期？

在探讨资产质量的进一步变化之前，我们有必要先弄清楚一个问题，即为什么在过去一段时间以来，银行不良贷款的生成持续低于预期。只有先弄清这个问题，才能更好的把握资产质量的未来变化。

事实上，虽然我们曾在多篇报告中反复提及，在这一波的经济调整中，不良贷款不会是上市银行面临的主要问题，然而，09 年以来资产质量的表现，说实在的，还是略超于我们的预期。

超预期的原因，可能和 08 年各行比较谨慎的贷款分类有关。08 年底，为了减轻今年资产质量压力，许多银行在贷款分类上，比较严格，甚至不排除将部分正常的贷款划入了不良。其结果是，今年贷款质量向下迁徙的压力减小，而不良贷款向上迁徙的动力则增强。

不过，我们应当注意的情况是，即使在 08 年，一方面是经济的突然失速，另一方面是贷款分类的更加严格，甚至不排除平滑操作的可能，在这样的情况下，不良生成率仍只有 0.24%，一个比较低的水平。

换言之，**超预期的更重要原因，可能正如我们之前一贯强调的，在于银行的客户结构**。银行的贷款主要集中在大约 1%最大客户手中，而在流动性不成问题的情况下，经济调整中倒闭的大多是行业中较小的企业。换言之，银行对于宏观经济波动，实际上具有较大的缓冲能力。

表 8、历年不良余额与不良率亿元

	不良余额					不良率				
	07 年	08 H1	08 年	09H1	09Q3	07 年	08 H1	08 年	09 H1	09Q3
工行	1,118	1,051	1,045	987	935	2.7%	2.4%	2.3%	1.8%	1.7%
建行	852	781	839	772	737	2.6%	2.2%	2.2%	1.7%	1.6%
中行	888	838	875	775	753	3.1%	2.6%	2.7%	1.8%	1.6%
交行	227	227	255	260	260	2.1%	1.8%	1.9%	1.5%	1.4%
招行	104	93	97	99	97	1.5%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
中信	85	92	90	98	95	1.5%	1.5%	1.4%	1.0%	1.0%
浦发	80	76	85	85	84	1.5%	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%
民生	68	74	79	78	73	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%	0.8%
兴业	46	46	41	43	42	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
华夏	69	69	65	66	66	2.3%	2.1%	1.8%	1.6%	1.5%
深发展	125	114	19	25	24	5.6%	4.6%	0.7%	0.7%	0.7%
北京	32	31	30	28	27	2.1%	1.7%	1.5%	1.1%	1.0%
南京	5	5	7	8	8	1.8%	1.4%	1.6%	1.4%	1.3%
宁波	1	2	5	5	6	0.4%	0.4%	0.9%	0.8%	0.8%
合计	3,700	3,498	3,531	3,330	3,208	2.5%	2.2%	2.0%	1.5%	1.4%
环比变化		-202	33	-201	-122		-0.3%	-0.1%	-0.5%	-0.1%

数据来源：WIND,公司资料，华泰联合证券研究所。

说明：根据拨备计提及余额变化的情况看，09Q3 不良的下降，主要来自于资产质量的改善，而非贷款的核销及转出。

融资平台风险：或许可以更理性看待

关于资产质量，市场当前比较关注的，主要是政府融资平台的风险。对此，我们的观点是：融资平台，可能蕴含一定的风险，但风险远没想象的大；同时，对于上市银行的影响，则更小。

其实，从 08 年以来，市场对于不良贷款的担忧，从来就没消停过，每个时间，总能找到不同的焦虑点。当然，最后许多的担忧，也都被证明是过虑的。

开始是对于按揭贷款不良的担忧，而后是对于海外金融资产不良的担忧，甚至是信用卡危机的担忧，再之后，则是对于经济下滑情况下银行新增信贷的担忧，大量政府项目还款能力的担忧，大量资金违规入市的担忧，等等。

地方负债，或应合理看待

地方政府负债，其实是一件挺平常的事情。按照媒体的说法，我们当前地方政府负债约 6 万亿，接近 33 万亿 GDP 的 20%。与之对应的，美国地方政府负债约 4 万亿美元，相当于 13 万亿 GDP 的 30%。

两国地方政府，还有些差异，是我们应当注意的：

1）中国的地方政府，背靠一个低负债而财力强大的中央政府，美国中央政府则负债累累；并且美国实行的是联邦制，地方政府可以破产。

2）中国的地方政府，每年有很多的卖地收入，手里有很多的地方国资产权，而且兴建的许多基础设施，如高速公里，还是可收费的，美国地方政府难得有这么好的事。

融资平台：体制的遗留问题

其实，地方融资平台的大量出现，有其特殊背景，来自于当前体制下，地方政府事权和财权的不对称。

中央出台 4 万亿计划，要求地方配套。与之对应的，没给钱，也不给融资渠道。在当前的体制下，地方政府并不被允许自行发债。

这种情况下，融资平台几乎成了地方融资的唯一渠道。换言之，地方融资平台的出现，有其必然性：有地方与银行操作不规范的责任，也有中央对于地方权责分配不对称的问题。

弄清融资平台产生的背景，对于我们了解平台整顿的目的，以及后续可能出台的政策或措施，是有帮助的。

平台清理：目的何在？

过去一段时间，关于融资平台的传闻很多。最令投资者担忧的说法是，政府要求停止所有融资平台贷款。

我们坚持的观点是：这种可能性微乎其微。其实，我们需要弄清楚的是：这次融资平台清理的目的是什么？如果停止所有平台贷款，后果又是什么？

整顿的目的，在于化解可能出现的财政风险和信用风险。之所以选择这个时候整顿，则可能是保增长最困难的时候，似乎已经过去。即：防范风险，前提是不影响经济。

如果停止所有平台贷款，可能导致的结果是，大量在建项目烂尾，进而带来的影响：1）银行风险没有化解，这将导致的不良远高于原本的情况；2）财政风险没有化解，所有前期财政投入都变为损失，还欠着银行一屁股债；3）经济增长可能几乎停滞，因为地方投资占据 GDP 很高的比例。

这显然不是这次融资平台整顿的初衷，也不可能是政府希望看到的结果。引申的结论是，部分投资者的担忧，也必将被证明是过虑的。

后续举措：风险化解

整顿的目的，在于化解风险。这里，需要解决的问题是：1）化解存量平台的风险；2）预防增量风险，进一步在于解决地方事权和财权的不对称，以及地方缺乏融资渠道的问题。

基于此，我们的判断是，后续与地方融资平台相关举措，将无非围绕着存量风险的防范，地方事权与财权的平衡，以及地方融资渠道的解决。

可能的情况是，在摸底完现有地方负债之后，出台这样的举措：1）对于有现金流的项目，按照市场化方式规范；2）对于纯公益项目，纳入财政预算，通过更上一级的财政或者发债予以解决；3）规范和理顺地方负债渠道，如地方债的发行管理。

项目现金流和地方财政能力：或需动态看待

地方融资平台，风险比较高的，主要在于中西部和县级城市。原因是，东部发达和一二线城市财政实力比较强，财政预算的管理也比较规范。

不过，或许我们应当看到的是：产业转移是大概率事件，未来几年，落后地方的城市化建设和整体地区发展，势将提速。

与之对应的，现在看似过剩的基建项目，也许很快就不足够了。这点，我们可以看看99年东部地区建设高速公路时的争论和后来的实际情况。另一个例子则是电力行业，回看过去十年，时而产能过剩，时而又拉闸限电。

换言之，基建项目的现金流，以及与之对应地区的政府财力，或都不能静止看待：1）这些地区的发展是动态的；2）大量基础设施的建设，使得相应土地增值，进一步增强了地区潜力。

偿债能力与政府负债的持续性

许多人，对于地方负债的担忧，源于地方政府无法在未来几年全部偿还现在债务的判断。有两个问题：一是静态看待项目现金流和政府财力，二是忽略政府负债的持续性。

不妨看看外面的世界，美国政府以及其他许多国家政府，负债（光中央政府负债）占GDP比例大多达到100%或以上，而且债务的绝对额，还在上升或只是平稳。

如果要求几年内偿还全部债务，估计好多国家的政府，都得倒闭好几回了。把同样的假设放在全球3A级公司的身上，估计大部分也难免倒闭清算。

其实，只要地区还在发展，我们应当假设政府有持续负债的能力。也许不是银行信贷，而是发行债券，来募集所需资金，以及偿还部分现有贷款。

有些测算，假设的是：土地卖不出去，地区发展不起来，然后还要卡断政府的融资渠道，即现有债务，不能跟着GDP往上走，得到期全部偿还。

这其实是压力测试，而且还是许多国家政府，包括全球性大企业，都难以承受的压力测试。

银行间的分工与上市银行的风险缓冲

中国的银行，存在某种程度的天然分工。大银行主要集中于较大的客户，而中小客户更多集中于区域性银行。

对于融资平台，情况类似。上市银行的贷款，更多集中在东部地区和一二线城市，风险较高的三四线和县级城市，贷款更多来自于区域性银行，和可能在落后地区有较大份额的农业银行。

此外，在同一地区，通常也是大银行拿走较为优质的大项目，剩下的项目才给区域性银行。

这种情况下，如果融资平台最终出事，更多的影响也在区域性银行，对于上市银行的影响甚微。当然，我们对于融资平台的判断相对乐观，最后的风险暴露整体或不会超过2-3个百分点（即使真的产生，对于上市银行的利润，影响也不超过3%）。

其他风险来源，或属过虑

除了政府融资平台，当前关于资产质量的担忧，可能还来自于房地产行业、产能过剩行业，以及宽松流动性退出和加息可能导致的资产质量恶化。

房地产行业

经过 08 年的生存危机之后，房地产企业普遍比以前更加谨慎，加上 09 年销售如此之好，今年流动性压力不大可能高于 08 年。而按揭贷款，风险同样不大（详见之前的报告《7 万亿信贷资金，何去何从？》2009/08/03）。

过剩产能行业

银行会有足够的时间，缓慢退出现有客户群：1）当前工业企业税前 ROE，高于贷款利率近 1000BP，存在极大缓冲；2）当前的银行客户，主要集中于 1%的金字塔客户群，而转型早期受冲击的更多是中小企业；3）城市化仍在进行，整个结构调整，将是缓慢而持久的。

宽松流动性的退出

有种说法是，09 年很好的资产质量，是因为流动性过剩。换言之，今年宽松流动性的退出，将导致资产质量的恶化。

其实，09 年以来，特别是上半年，贷款主要流向了政府项目和不缺钱的大企业，而有困难的小企业，又有多少拿到了贷款？

进一步，如果这些企业 09 年拿到了贷款，那么在今年经济内生能力有所增强，企业生存条件和盈利能力更好的情况下，银行会大幅压缩他们的贷款，以便给自己创造更多的不良？

加息与不良生成

我们判断，加息导致不良爆发可能性同样不大，原因是：企业偿债能力处于高位，经济恢复和温和通胀下，企业盈利恢复或将快于利率上升，这点从 06-08 年可以看到。

当前的贷款利率，与 99-06 年大致持平，而那一段利率水平持续了 7 年，中间也不乏 02-03 年这样的贷款高增长时期。可是，我们并没有见到 06-07 年的加息，带来了大量的不良。08 年 4 季度不良的产生，主要来自外需的突然休克，而似乎与 06-07 年的加息无关。

关于资产质量问题的详细探讨，有兴趣的读者，请参见我们前期的报告，如《曾经的高坏账率难以复返——90 年代不良贷款成因考察》2009/07/16，《7 万亿信贷资金，何去何从？》2009/08/03，《基本面趋势确定，情绪间或扰动——银行业 2010 年年度报告》2009/11/26。

表 9、当前利率，并没有显著低于历史水平

时间	99.06	02.02	03.12	04.01	04.10	05.03	06.04	06.08	07.03	07.05
一年	5.85	5.31	5.31	5.31	5.58	5.58	5.85	6.12	6.39	6.57
三至五年	6.03	5.58	5.58	5.58	5.85	5.85	6.12	6.48	6.75	6.93
时间	07.07	07.08	07.09	07.12	08.09	08.10	08.10	08.10	08.11	08.12
一年	6.84	7.02	7.29	7.47	7.2	6.93	6.93	6.66	5.58	5.31
三至五年	7.2	7.38	7.65	7.74	7.56	7.29	7.29	7.02	5.94	5.76

数据来源：人民银行，华泰联合证券研究所。

表 10、06-07 年的加息，并没有导致不良的大量产生

	2006 年	2007 年	2008 年	09H1
工行	-0.06%	-0.33%	0.18%	0.10%
建行	0.14%	-0.07%	0.34%	-0.10%
中行	-0.06%	-0.10%	0.14%	-0.20%
交行	0.13%	0.57%	0.38%	0.40%
招行	0.07%	-0.18%	0.00%	0.10%
中信	0.04%	0.01%	0.25%	0.20%
浦发	0.55%	0.08%	0.45%	0.00%
民生	0.30%	0.41%	0.49%	0.20%
兴业	0.12%	0.06%	0.10%	0.10%
华夏	0.41%	0.47%	0.50%	0.60%
深发展	0.33%	0.11%	0.02%	0.40%
北京	0.09%	-0.64%	0.03%	-0.10%
南京	0.06%	-0.06%	0.60%	0.60%
宁波	-0.04%	0.13%	0.80%	0.30%

数据来源：WIND，公司资料，华泰联合证券研究所。

拨备进一步大幅计提的可能性不大

关于拨备，我们的判断是，今年进一步大幅计提的可能性不大：

1）**贷款投放的减少，将减轻今年组合拨备的计提压力**。我们对于今年贷款投放的预测是 7-7.5 万亿，当然，实际情况可能高于我们的预期，如 8 万亿，但高于 09 年 9.6 万亿（本外币 11 万亿）的可能性应该不大。换言之，今年贷款的投放，将显著少于 09 年。也就是说，今年需要为正常贷款计提的组合拨备，也将少于 09 年，而这是 09 年拨备计提的很重要部分。

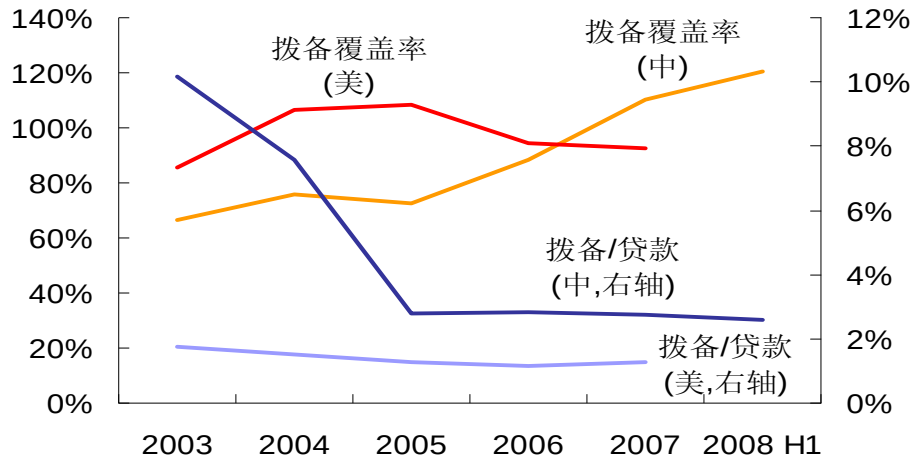
2）**拨备覆盖率持续走高，基于监管要求的计提压力逐步下降**。拨备覆盖率，基本都在 150%以上，股份制更高，许多超过了 200%。由于资产质量的平稳，而组合拨备计提仍在继续，今年覆盖率将进一步走高。这种情况下，今年各行面临的，可能是拨备的释放，而不是继续计提的压力。

3）**部分银行的非信贷资产减值，可能存在冲回的可能**。类似 08 年金融市场动荡导致的非信贷资产减值大幅计提的可能性较小，而大银行过去两年的减值计提不排除存在

部分冲回的可能。

4）**即使不良有所冒头，拨备计提压力也不会骤然增加**。我们对于今年的判断是，资产质量继续保持较好水平。不过，即使不良有所冒头，生成率高于 08 年，为保持覆盖率不下降，拨备计提也无须高于 09 年。而由于贷款余额已经上升，这意味着，今年的信用成本或有可能低于 09 年。

图 2、当前银行覆盖率已显著高于境外，并持续走高



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所。

说明：1、美国之所以选 07 年，是因为当时还没发生金融危机，情况更具可比性。

2、截止 2010 年 1 月份，境内银行覆盖率已达 161%，许多股份制在 200%以上。

第四部分 再融资：重申几个观点

关于再融资的问题，我们前期曾反复论述，有兴趣的读者，请参阅我们前期的报告（《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08，《退一步，或海阔天空——关于盛传大行 3000 多亿融资的点评》）。

这里，我们将不再展开赘述，主要观点重申如下：

观点之一：硬性监管缺口与市场资金压力，均不大

按照当前大行 11%和股份制 10%的资本要求，测算出来的核心资本缺口并不大，其中大行基本没有融资的压力。换言之，资本的监管缺口不大，银行的硬性融资压力其实不如市场想象的大。

两个引申的含义：1）大行的融资，更多在于资本缓冲和未来综合经营的考虑；2）具体的融资额与方案，有较高的选择弹性 ，取决于市场承受能力。

从已公布（或完成）股权融资计划的 8 家银行看，除民生 H 股上市，其他的要么采取配股，要么向大股东或产业投资者定向增发。

即：1）大股东大多对融资持支持态度，许多产业资本对投资银行也兴趣较浓；2）对

于 A 股市场的实际资金压力，其实并没有多大。

观点之二：资本及融资，各方诉求的博弈均衡

我们曾提出一个观点：资本充足率提到多高，汇金及财政部分多少红，银行最终选择何种融资方案和多少融资额度，或是其它行业政策的出台，实际上是博弈的结果，不应静止看待。

作为风险管理部门，银监会自然希望资本充足率越高越好。从汇金的角度，当然希望获得高水平且稳定的分红，当然，前提还是股权不被稀释。

不妨做个假设，如果银监会把充足率提高到 20%，同时汇金也不降低分红，其结果将是，银行业 ROE 水平的显著下降。（除非央行把息差保持在 3.5%以上，不过感觉不太可能）

这时候银行将面临两种选择：不断融资，或是显著降低信贷投放。如果银行每年都向市场要好几千亿，证监会不会答应，投资者也不会答应，结果是银行最终拿不到钱。即使上市银行拿到了，那么多没上市的银行，资本又该如何解决？

银行系统是当前经济唯一的流动性提供者，没有可供替换的融资体系。如果银行 ROE 太低，导致的结果是信贷投放能力不足。而如果信贷投放能力低于实体经济所需要的正常水平，那么结果是中国经济的持续低迷。

这时候，央行、发改委，甚至国务院，都不会同意。换言之，银监会能把资本充足率提到多高，取决于银行体系能够承受多高，其前提是不影响正常的信贷投放能力，进而不影响正常的经济增长。

退一步，如果资本充足率确实需要进一步提高，则汇金降低分红或者以其他形式支持融资，将是大概率事件。从大的方面讲，这是支持经济建设所必须的；从小的方面讲，这么高的再投资收益率（ROE）别地也不好找。

换言之，我们或无需悲观假设极端情形。无论如何博弈，底线是：银行的承受能力和实体经济流动性的正常供应能力，与之对应的或是银行 15-20%的 ROE 水平。

过往 10 年，银行信贷增速大概在 15%-20%之间，因此，为避免因为资本补充不上而导致银行流动性创造的能力受到影响，在可供替换的融资体系完善成熟之前，银行业 ROE 水平保持在 15%-20%以上，可能是需要的。

剩下的，则是相关各方诉求能够得到均衡。

观点之三：银行的投资价值，回归长期基本面

更为严格的资本要求，带来的另一个影响是，业务模式的转型或将加速，方向是资本节约型的业务。与此同时，我们将看到的是，好银行与差银行的差距也将逐步拉大。

在原有资本要求下，那些过度依赖资本消耗业务而内生资本创造能力较弱的银行，可以通过更高的杠杆来弥补这种能力的差距。

在更高的资本要求下，高杠杆变得困难，能力的差异将更为清晰的展露。这种展露带来的进一步影响是，市场对于这种银行的评价将更趋客观，它们的外部融资可能变得越来越困难。

硬币的另一面是，资本运用效率较高的银行，发展空间则可能得到提升。应当说明的是，这里的资本运用效率，指的是资本的节约，而不是更高的杠杆。

换言之，越发严格的监管，将有利于敦促市场更加关注于银行的长期基本面，而非仅仅是短期的盈利，甚而是现在那些通常具有明显人为痕迹的短期盈利。

观点之四：悲观情绪，终将淡化

正如我们在报告（《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08）中提到的，当前再融资的问题，主要不是真正的融资缺口，而是投资者的信心缺口。

此外，如上所述，银监会作为银行的风险管理部门，更多关注的是风险，故而许多的言论，对于投资者而言，更容易引起负面联想。而同时，我们前期听到最多的，又恰恰是银监会的言论。

最近，来自于其他各方的声音，更为代表各方诉求均衡的声音，越来越多，投资者原来过度聚焦于负面的情绪，或有可能逐渐改变。

两会期间，关于再融资的一些正面声音

王岐山（国务院副总理）：农业银行融资 2000 亿，工中建交四个银行也需要 6100 亿的资金，加起来已经超过 8000 多亿，整个市场容量受不了。所以，我得出一个结论，中国的银行今后做大做强，就跟中国经济发展的机制一样，要从又快又好，转到现在的又好又快。

汪建熙（中投公司副总经理）：只要国家有继续控股三大国有上市银行的需要，旗下中央汇金公司将会采取某种形式维持现有持股比例。

朱从玖（证监会主席助理）："关于上市商业银行等大型金融机构再融资问题，证监会已和有关部门进行了协商沟通，基本考虑是银行要尽量使用内源性方式补充资本，并按照利润留存、配股等股东追加投资、发债等附属资本补充、定向增发、公开增发的顺序来确定资本补充的优先次序。"朱从玖还特别提出，希望大的金融机构安排好时间窗口，大家不要撞车。

杨凯生（工行行长）：工行资本充足率超过 11%，目前暂无融资计划。

郭树清（建行董事长）：建行今年暂没有再融资计划。

肖钢（中行董事长）：400 亿元人民币可转债发行后，暂无 A 股股权融资计划，而是转向 H 股增发。此外，今年将增加利润留存以补充资本金。

秦晓（招行董事长）：中国银行业的再融资主要是为了满足增长的需要，而不是为了解决有毒资产。在近期宣布进行 220 亿元配股计划后，未来三年招行没有新的融资计划。

董文标（民生董事长）：目前公司没有再融资计划，我在全行的会议上说，再融资的事现在想都不要想，想都丢人，我们怎么张得开口。

表 11、以 09 年 9 月末为基点，各行实际的最低监管资本缺口 **单位：亿元**

	风险资产增速		分红比例		已公布融资方案		核心资本充足率			核心资本缺口		
	10 年	11 年	09 年	10 年	金额	备注	09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年
工行	16%	14%	40%	40%			10.7%	11.0%	11.5%			
建行	16%	14%	40%	40%			10.0%	10.4%	10.8%			
中行	16%	14%	40%	40%			9.6%	9.5%	9.5%			
交行	22%	20%	35%	35%			8.9%	8.7%	8.6%			
招行	22%	20%	25%	25%	220	配股	8.5%	8.4%	8.5%			
中信	22%	20%	25%	25%			9.7%	9.1%	8.8%			
浦发	22%	20%	10%	10%	150	定向	6.2%	6.5%	6.7%	-81	-70	-41
民生	22%	20%	25%	25%	200	H 股	7.9%	7.4%	7.2%			
兴业	22%	20%	20%	20%			7.3%	7.3%	7.5%			
华夏	22%	20%	20%	20%			6.8%	6.5%	6.4%	-11	-27	-41
深发	22%	20%	10%	10%	107	定向平安	7.8%	7.5%	7.4%			
北京	23%	22%	30%	30%			12.9%	12.3%	11.7%			
南京	30%	28%	30%	30%			12.4%	11.0%	10.1%			
宁波	30%	28%	30%	30%			10.7%	9.6%	9.0%			
合计	18%	16%			677		9.3%	9.6%	9.7%	-93	-96	-82

数据来源：WIND，华泰联合证券研究所。

说明：1、该表格以 9 月末作为分析基点，主要是银监会更高的资本要求刚刚宣布，当时的资本情况更容易分析实际宣布时的硬性资本缺口；另外，当时已公布的融资方案，也是更早之前公布的，和刚刚出台的资本要求无关。

表 12、ROE 水平仍将保持高位

	ROAE			ROAE 水平		
	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
工行	1.18%	1.29%	1.34%	19.9%	22.4%	22.8%
建行	1.27%	1.37%	1.42%	21.2%	23.2%	23.6%
中行	1.05%	1.17%	1.16%	15.8%	18.8%	18.2%
交行	1.01%	1.06%	1.07%	19.3%	19.2%	18.5%
招行	1.00%	1.10%	1.19%	20.8%	21.8%	21.7%
中信	1.04%	1.17%	1.22%	13.7%	16.5%	18.0%
浦发	0.90%	1.00%	1.05%	24.0%	18.6%	16.7%
民生	1.10%	0.91%	0.98%	18.8%	14.9%	16.8%
兴业	1.14%	1.13%	1.16%	24.3%	21.8%	20.6%
华夏	0.52%	0.70%	0.74%	14.1%	15.8%	14.7%
深发	0.94%	0.97%	0.97%	27.0%	20.1%	17.2%
北京	1.23%	1.34%	1.33%	16.0%	18.9%	19.7%
南京	1.17%	1.15%	1.18%	12.7%	13.7%	14.2%
宁波	1.09%	1.11%	1.16%	15.7%	16.0%	16.1%
合计	1.18%	1.29%	1.34%	19.0%	20.6%	20.6%

数据来源：WIND，华泰联合证券研究所。

第五部分 可能的驱动因素

卖方一致预期可能上调

我们坚持自 09 年 8 月份以来的判断，今年银行的业绩增速，中性假设为 30%。与之对应的，只是并不太激进的假设：规模增长 17-18%（对应平均规模增长 18-20%），息差扩大 10-15BP，业绩增长 26-33%。乐观的假设，如果息差扩大 25BP，业绩增长 39-41%。

当前市场的一致预期（来自万德），今年业绩增长大概只在 20％多些，要么低估了息差的扩大，要么高估了不良的生成。

我们预计，可能在 1 季报前后，许多卖方会上调今年的盈利预测。原因是，仅翘尾因素，今年的息差，已超过了许多卖方在原盈利预测中的假设。

估值已低，但或更低

横向看：PB 折价 28%，PE 折价 55%，考虑到银行在 A 股构成中的权重，实际上对于非银行板块的折价更大。

纵向看：2010 年摊薄后市盈率 11-12 倍（根据市场一致预期测算），接近历史最低，而盈利的大概率上调将市盈率变得更低。

估值已低，许多人原本担忧的是，业绩可能低于预期；可最终等来的，极可能是相反的结果。

股指期货，渐行渐近

海外经验显示，股指期货行情大多发生在正式推出前 1-2 个月，脚步是否已渐行渐近？——银监会主席尚福林在两会期间表示，股指期货有望在 2010 年 4 月中旬正式推出，融资融券将早于股指期货推出。

许多机构银行股配置极低，与之对应的，如果市场发生扭转，由于其相对于指数的考核模式，许多机构可能将被迫加仓。到时候，配置太低的机构，可能会有些被动。

沪深 300 中，银行板块的权重约为 20%。而从单个银行看，权重较大的主要为招行、交行、民生、兴业和浦发。（详见表 15）

扰动因素，渐趋弱化

再融资的问题，本来也没多大的事。最近许多政府官员和银行管理层的讲话，也为投资者传递越来越为正面的信息，再融资压力有望阶段性下降。

融资平台的担忧，也将随着了解的深入，以及政府化解风险举措的逐步出台，加上媒体宣传的转向，而逐渐缓解。

紧缩力度不大，流动性没问题；紧缩力度较大，只要不是导致经济明显二次探底，不管信贷管制还是加息，银行息差进而业绩将得到有力支撑。市场会逐渐想明白的。

表 13：规模增长和 ROA 变动对于净利润的影响

		平均规模增速											
		2010 年						2011 年					
		15%	16%	18%	20%	22%	23%	13%	14%	16%	17%	19%	20%
	1.00%	-18%	-17%	-16%	-14%	-13%	-12%	-5%	-4%	-2%	-1%	0%	1%
	1.10%	-10%	-9%	-7%	-6%	-4%	-3%	5%	6%	8%	8%	10%	11%
	1.20%	-1%	-1%	1%	3%	5%	5%	14%	15%	17%	18%	20%	21%
	1.25%	3%	4%	5%	7%	9%	10%	19%	20%	22%	23%	25%	26%
	1.30%	7%	8%	10%	11%	13%	14%	24%	25%	27%	28%	30%	31%
	1.35%	11%	12%	14%	16%	18%	19%	29%	30%	32%	33%	35%	37%
	1.40%	15%	16%	18%	20%	22%	23%	33%	35%	37%	38%	40%	42%
	1.45%	19%	20%	22%	24%	26%	27%	38%	39%	42%	43%	45%	47%
税前 ROA	1.50%	23%	24%	26%	29%	31%	32%	43%	44%	47%	48%	50%	52%
	1.55%	27%	28%	31%	33%	35%	36%	48%	49%	52%	53%	55%	57%
	1.60%	31%	33%	35%	37%	39%	41%	52%	54%	56%	58%	60%	62%
	1.65%	36%	37%	39%	41%	44%	45%	57%	59%	61%	63%	65%	67%
	1.70%	40%	41%	43%	46%	48%	49%	62%	63%	66%	68%	71%	72%
	1.75%	44%	45%	48%	50%	53%	54%	67%	68%	71%	73%	76%	77%
	1.80%	48%	49%	52%	54%	57%	58%	71%	73%	76%	78%	81%	82%
	1.85%	52%	53%	56%	59%	61%	63%	76%	78%	81%	82%	86%	87%
	1.90%	56%	57%	60%	63%	66%	67%	81%	83%	86%	87%	91%	92%

数据来源：Wind，公司资料，华泰联合证券研究所。

说明：1、09 年银行业 ROA 为 1.08%。

2、2011 年平均规模增速基数为 2010 年，而业绩增速基数为 2009 年。

3、平均规模增速大概高于期末余额增速 1-2 个百分点。

表 14、各行业估值水平比较 **单位：倍**

板块名称	市盈率(前推 12 个月)	市净率(最新报告期)
全部 A 股	35.0	3.6
银行业	15.7	2.6
保险业	52.3	4.8
证券、期货业	37.5	4.6
农、林、牧、渔业	65.2	6.0
采掘业	25.2	3.5
制造业	132.2	4.4
电力、煤气及水的生产和供应业	53.1	2.9
建筑业	32.6	2.7
交通运输、仓储业	-96.6	3.4
信息技术业	30.1	4.8
批发和零售贸易	58.3	5.4
金融、保险业	19.1	3.0
房地产业	33.3	3.4
社会服务业	45.8	4.4
传播与文化产业	60.7	5.9
综合类	226.7	5.2

数据来源：Wind，公司资料，华泰联合证券研究所。

数据日期：2010 年 3 月 12 日。

表 15、沪深 300 中银行股权重

	招行	交行	民生	兴业	浦发	深发	工行	北京	建行	华夏	中行	南京	宁波	中信
权重	3.4	2.85	2.67	2.37	2.14	1.37	1.37	1.35	0.97	0.65	0.51	0.42	0.37	0.31

数据来源：Wind，公司资料，华泰联合证券研究所。

数据日期：2010 年 3 月 12 日。

第六部分 主要结论

维持行业“增持”评级

行业正处于景气回升当中，而估值恢复却大幅滞后。虽然各种扰动因素还可能继续不间断出现，但影响也趋于弱化。

股票选择方面，我们建议长短结合：

1）短期主要是业绩反弹力度，关注 ROA 弹性和规模增长潜力。ROA 的反弹主要来自息差的反弹，整体上，股份制可能更为敏感；而规模方面，由于较低的技术和较少的管制，宁波和南京行可能更具有潜力。

2）长期主要是战略方向和成长能力，关注 ROR 水平和战略及管理能力。整体上，大

行的 ROR 会更高（但较高的分红率抑制了其成长性），而股份制方面，招行和兴业的 ROR 历来高于其它银行。

整体而言，我们短期偏好招行、兴业、和民生，长期则偏好招行、兴业和宁波，同时提醒投资者关注华夏和深发展的交易性机会。

风险提示

基本面的风险，来自于经济的大幅低于预期和管理层政策的明显失误。不过，对于这方面的问题，我们并不持有悲观态度。

板块表现，较大概率的风险，来自于再融资和监管政策的扰动 ，而资产质量和流动性的担忧也会间或出现。不过，整体上，我们认为，这些扰动因素在逐渐弱化。

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券股票评级标准

增 持　　未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上

中 性　　未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间

减 持　　未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持　　行业股票指数超越大盘

中 性　　行业股票指数基本与大盘持平

减 持　　行业股票指数明显弱于大盘

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码：518001

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@lhzq.com