

盈利平稳增长 政策面为主要制约因素

银行业年报及一季报业绩综述及展望

核心观点

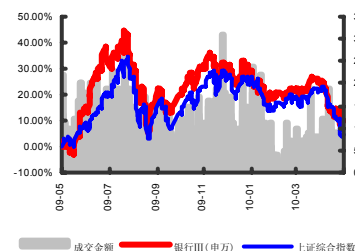
1. 上市银行一季报业绩略好于预期。一季度上市银行实现净利 1420.75 亿, 同比增长 31.8%, 拨备前利润同比增长 25.54%。业绩增长主要驱动因素是净息收入的增长, 但超预期的原因主要还在于手续费收入的增长。从行业整体来看, 净息收入对净利润增长的贡献达到 44%, 手续费及佣金净收入的贡献达到 17%, 信贷成本的正贡献为 3%。

2. 息差回升的内在驱动力趋于平稳。一季度, 上市银行净息收入的环比增速有所回落, 净息差也普遍较 09 年 4 季度出现一定程度回落, 这主要是因为驱动息差上升的内在因素如贷款结构改善、存款活期化、债券收益率等从去年四季度开始已经趋于稳定, 新的推动力比如加息还没有出现。净息收入和息差环比增长较好的银行主要有华夏、招行、民生。

3. 紧缩政策风险+资产质量担忧为两大制约因素。本轮存款准备金率上调从 13.5% 开始, 起点比较高, 预计将创出新高, 考虑到 09 年以来流动性创造的主体是银行信贷, 持续上调后处于高位的准备金率对银行信贷扩张能力的制约效应将逐步显现, 导致流动性的进一步收缩。从宏观环境来看, 06、07 年的流动性收紧是经济整体处于景气扩张时期的收紧, 而目前是经济尚处在复苏阶段的收紧, 因此其对市场及行业的负面影响要大。由于信贷规模增长目标比较明确、息差稳定回升, 银行基本面最需关注的因素是资产质量。我们认为对房地产行业贷款风险不宜过于担忧。政府自主调控将抑制促成房价过度上涨的投机投资因素、避免风险进一步积累, 长远来看有利于降低行业的风险隐患。相比而言, 政府融资平台贷款潜在风险更值得关注, 不过目前监管层已经要求银行对平台贷款进行全面清理自查并对存在问题的贷款提足拨备, 短期内平台贷款的风险暴露有限, 未来情况还需结合宏观经济形势变化来判断。

4. 投资建议。考虑到今年宏观经济形势比较复杂, 经济增长与政策退出之间的矛盾纠结对包括银行在内的周期性行业始终构成制约, 政策面、流动性收紧对股价的负面影响难以根本消除, 在这样的环境下, 板块整体难以有好的表现, 未来机会主要来自对低估值的修复, 我们维持行业短期中性-长期 A 的评级。建议逢低关注具有防御价值的浦发、深发展、宁波银行, 同时结合一季报和估值的情况, 民生银行、北京银行也值得关注。

行业表现对比图



相关报告

研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940209080157

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			P/B	评级	目标价
			09A	10E	11E	09A	10E	11E			
浦发银行	600000	18.98	1.50	1.55	2.03	12.65	12.25	9.35	2.47	推荐-A	
民生银行	600016	6.82	0.55	0.7	0.89	12.40	9.74	7.66	1.73	强烈推荐-A	
深发展 A	000001	18.43	0.2	1.64	1.77	92.15	11.24	10.41	2.80	推荐-A	
北京银行	601169	13.1	0.98	1.29	1.65	14.06	10.68	8.35	1.91	推荐-A	

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

1. 上市银行一季报业绩略好于预期	3
1.1 净息收入增长为主要业绩驱动因素	4
1.2 手续费收入增长超预期	6
1.3 成本费用控制符合预期	7
1.4 资产质量短期仍保持稳定	7
2. 投资策略	9
2.1 紧缩政策风险+资产质量担忧为两大制约因素	9
2.2 投资建议	10

图表目录

图表 1: 上市银行净利润总额变动	3
图表 2: 上市银行利润变动情况	4
图表 3: 上市银行 09 年业绩增长的因素贡献分析	4
图表 4: 上市银行 2010Q1 业绩增长的因素贡献分析	5
图表 5: 上市银行净息收入同比和环比变动	5
图表 6: 上市银行净息差变动	5
图表 7: 上市银行存贷利差变动	6
图表 8: 上市银行手续费及佣金净收入变动	6
图表 9: 上市银行成本收入比变动	7
图表 10: 上市银行不良贷款变动	7
图表 11: 上市银行关注类贷款变动	8
图表 12: 上市银行信贷成本比较	8
图表 13: 上市银行房地产贷款情况	9
图表 14: 上市银行政府融资平台情况	10
图表 15: 上市银行股价区间变动	11
图表 16: 上市银行估值变动	11
图表 17: 上市银行估值比较	12

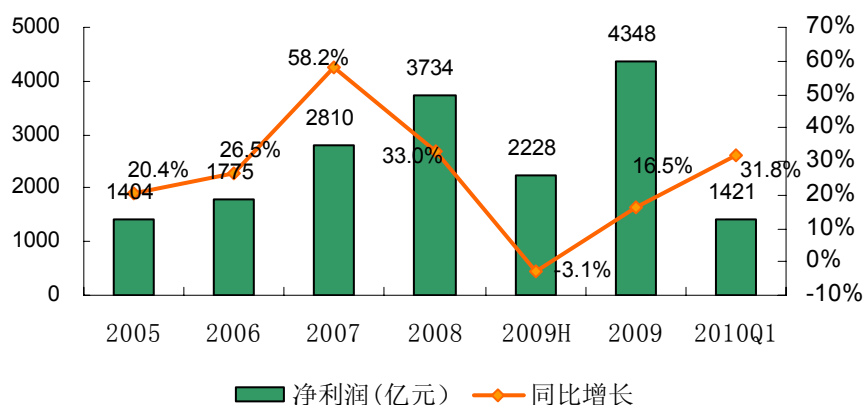
1. 上市银行一季报业绩略好于预期

09 年上市银行实现净利润 4348.3 亿元，同比增长 16.45%，拨备前利润 6607 亿，同比下降 3.7%。净利增长的主要驱动因素是手续费及佣金收入的增长、信贷成本的下降及对成本费用增长的控制，由于净息差大幅下降，净息收入对行业整体业绩增长贡献为负。

一季度，上市银行实现净利润 1420.75 亿，同比增长 31.8%，拨备前利润同比增长 25.54%，两者皆创下单季新高。上市银行净利在全部上市公司中的占比达 41.33%。业绩增长的主要驱动因素是净息收入的增长，但超预期的原因主要还在于手续费收入的增长。从行业整体来看，净息收入对净利润增长的贡献达到 44%，手续费及佣金净收入的贡献达到 17%，信贷成本的正贡献为 3%。

一季报业绩大幅超预期的主要有民生银行，小幅超预期的有北京银行、招商银行、华夏银行、南京银行、交通银行、兴业银行，基本符合预期的有浦发银行、建设银行、深发展、宁波银行、中国银行，略低于预期的有中信银行、工商银行。

图表 1：上市银行净利润总额变动



数据来源：国都证券

图表 2：上市银行利润变动情况 (亿元)

	2007	2008	2009	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
工商银行	812.56	1107.66	1285.99	351.53	311.60	335.95	286.91	415.47
中国银行	562.29	635.39	808.19	185.09	224.96	210.51	187.63	261.75
建设银行	690.53	925.99	1067.56	262.56	295.50	303.13	206.37	351.64
交通银行	205.13	284.23	300.75	79.46	76.33	73.91	71.05	104.51
招商银行	152.43	210.77	182.35	42.08	40.54	48.16	51.57	59.09
中信银行	82.90	133.20	143.20	32.29	38.18	43.48	29.25	43.12
浦发银行	54.99	125.16	132.17	29.60	38.20	35.09	29.26	41.06
兴业银行	85.86	113.85	132.82	29.41	32.82	33.49	37.10	40.79
民生银行	63.35	78.85	121.04	24.99	48.75	28.27	19.03	42.69
华夏银行	21.01	30.71	37.60	7.02	9.63	9.77	11.18	13.07
深发展 A	26.50	6.14	50.31	11.22	11.89	13.26	13.93	15.78
北京银行	33.48	54.17	56.34	15.03	14.21	14.69	12.41	20.92
南京银行	9.51	14.56	15.44	4.13	3.87	4.24	3.20	5.87
宁波银行	9.09	13.32	14.57	3.54	3.52	3.97	3.54	4.98
合计	2809.64	3734.00	4348.33	1077.96	1150.02	1157.92	962.43	1420.74

来源：国都证券研究所

图表 3：上市银行 09 年业绩增长的因素贡献分析

	工行	中行	建行	交行	招商	中信	浦发	兴业	民生	华夏	深发展	北京	南京	宁波	行业
收入项															
利息净收入	-15%	-6%	-14%	3%	-31%	-1%	16%	9%	24%	-22%	63%	-2%	39%	50%	-9%
手续费佣金净收入	10%	9%	10%	9%	1%	9%	3%	4%	3%	7%	54%	3%	7%	6%	9%
其他非息收入	5%	3%	3%	1%	12%	-3%	-3%	3%	59%	0%	-19%	-8%	-19%	2%	4%
支出项															
营业税金及附加	1%	0%	0%	-1%	1%	1%	-2%	-3%	1%	4%	13%	-4%	-5%	-3%	0%
管理费用	-9%	-14%	-6%	-7%	-13%	-23%	-5%	-10%	-36%	-13%	-177%	-5%	-22%	-27%	-11%
资产减值损失	29%	46%	27%	3%	10%	29%	4%	25%	15%	49%	938%	22%	9%	-12%	29%
营业外净额	0%	1%	0%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	1%	7%	-2%	-1%	2%	0%
所得税	-3%	-7%	-5%	-3%	8%	-2%	-10%	-11%	-12%	-4%	-160%	0%	-3%	-8%	-5%
净利润增长	16%	31%	15%	6%	-13%	9%	6%	17%	53%	22%	719%	4%	6%	9%	17%

来源：国都证券研究所

图表 4：上市银行 2010Q1 业绩增长的因素贡献分析

	工行	中行	建行	交行	招商	中信	浦发	兴业	民生	华夏	深发展	北京	南京	宁波	行业
收入项															
利息净收入	30%	40%	24%	57%	72%	107%	84%	85%	131%	248%	28%	46%	85%	112%	44%
手续费及佣金净收入	13%	23%	19%	13%	16%	14%	13%	17%	46%	16%	11%	6%	7%	14%	17%
其他非息收入	-3%	9%	-6%	1%	-1%	0%	-2%	-4%	-32%	18%	-10%	8%	-15%	-22%	-2%
支出项															
营业税及附加	-2%	-3%	-1%	-4%	-4%	-6%	-4%	-6%	-10%	-12%	-2%	-4%	-4%	-12%	-3%
管理费用	-16%	-15%	-7%	-14%	-12%	-48%	-60%	-24%	-48%	-140%	-20%	-21%	-24%	-27%	-18%
资产减值损失	1%	0%	15%	-10%	-18%	-19%	21%	-13%	6%	-7%	36%	11%	4%	-3%	3%
营业外净额	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	-1%	0%	-2%	0.01%
所得税	-6%	-11%	-11%	-10%	-12%	-10%	-12%	-15%	-21%	-38%	-2%	-7%	-12%	-20%	-10%
净利润增长	18%	42%	34%	31%	40%	36%	39%	39%	72%	87%	41%	39%	42%	41%	32%

来源：国都证券研究所

1.1 净息收入增长为主要业绩驱动因素

09 年，利率大幅下降使得银行息差收入面临较大的增长压力。不过在宽松货币政策推动下，行业信贷规模增长创天量，从 09 年二季度开始上市银行净息收入逐季增长，全年实现整体净息收入为 8989.45 亿，下降 3.68%，降幅较一季度大幅收窄。受益于成功“以价补量”和负债成本的下降，7 家上市银行实现了净息收入的正增长，这包括交行、浦发、兴业、民生、深发展、南京银行、宁波银行。

一季度上市银行实现净息收入 2456 亿，同比增长 23.3%，环比增长 1.96%。一季度，上市银行净息收入的环比增速有所回落，这主要是因为驱动息差上升的内在因素如贷款结构的改善、存款活期化、债券收益率等从去年四季度开始已经趋于稳定，新的推动力比如

加息还没有出现。我们看到，大型银行的环比增速较低，中型银行中华夏、招行、兴业、民生仍保持了较好的水平，而三家城商行的环比增速都超过 7%。

图表 5：上市银行净息收入同比和环比变动

	同比变动			环比增长变动					
	2009Q1	2009H	2009Q1-Q3	2009	2010Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
工商银行	-12.88%	-11.95%	-9.32%	-6.55%	18.45%	0.94%	6.73%	8.62%	1.23%
中国银行	-9.74%	-8.34%	-5.43%	-2.49%	20.82%	2.84%	7.93%	5.83%	2.85%
建设银行	-6.55%	-7.75%	-7.49%	-5.80%	12.40%	1.43%	2.93%	6.01%	1.55%
交通银行	-11.47%	-9.86%	-6.07%	1.41%	31.10%	4.46%	14.67%	12.12%	-2.39%
招商银行	-20.15%	-22.81%	-18.97%	-13.91%	31.99%	-3.58%	13.59%	9.37%	10.19%
中信银行	-18.05%	-17.63%	-12.42%	-0.30%	47.59%	7.61%	18.07%	28.23%	-9.40%
浦发银行	-4.33%	-0.56%	2.11%	6.36%	34.43%	9.56%	11.81%	7.98%	1.64%
兴业银行	-6.67%	-8.11%	-2.64%	3.85%	41.94%	3.36%	17.36%	9.85%	6.53%
民生银行	3.45%	-5.08%	-0.51%	6.12%	47.86%	4.37%	22.68%	9.27%	5.69%
华夏银行	-24.34%	-20.01%	-12.68%	17.16%	52.25%	7.85%	13.62%	6.52%	13.33%
深发展 A	4.89%	0.97%	0.86%	3.07%	9.43%	-7.12%	4.32%	7.12%	5.43%
北京银行	-3.78%	-3.49%	-3.26%	-1.21%	27.49%	1.93%	9.68%	5.97%	7.61%
南京银行	3.58%	10.63%	17.71%	21.98%	53.80%	15.06%	9.03%	13.65%	7.87%
宁波银行	13.26%	14.53%	15.26%	22.94%	52.74%	9.33%	11.04%	17.17%	7.38%
合计	-10.08%	-9.96%	-7.41%	-3.68%	23.30%	2.32%	8.52%	9.85%	1.96%

来源：国都证券研究所

09 年，上市银行净息差普遍在二季度见底企稳，三、四季度逐步回升，全年净息差平均降幅为 62.8 个基点。09 年上市银行平均存贷利差 3.72%，比 08 年的峰值低 135 基点，比 06 年低 20 个基点，目前银行仍拥有比较合理的存贷利差空间。一季度上市银行净息差普遍较 09 年 4 季度出现一定程度回落，不过同时也有民生银行、华夏银行和招商银行环比增幅比较显著。我们认为息差环比下降主要是与信贷额度控制使得银行在非信贷生息资产上的配置增加有关。虽然在紧缩政策下，银行贷款议价能力上升，贷款收益率有所提升，存款活期占比也有利于维持低的负债成本，不过在没有加息的情况下，银行息差环比提升的空间较小，不考虑加息，全年息差同比提升的空间在 10-15 个 BP 之间。

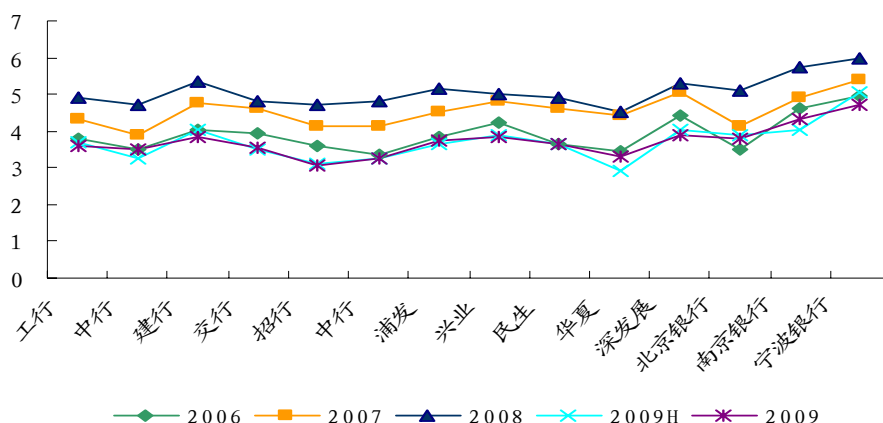
图表 6：上市银行净息差变动

	2007	2008	2009	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
工商银行	2.84%	2.92%	2.34%	0.57%	0.53%	0.55%	0.59%	0.58%
中国银行	2.84%	2.65%	2.12%	0.52%	0.49%	0.52%	0.53%	0.50%
建设银行	3.27%	3.25%	2.52%	0.67%	0.61%	0.59%	0.60%	0.59%
交通银行	2.97%	2.85%	2.28%	0.52%	0.49%	0.54%	0.60%	0.57%
招商银行	3.07%	3.33%	2.28%	0.58%	0.50%	0.53%	0.57%	0.60%
中信银行	3.11%	3.34%	2.35%	0.60%	0.60%	0.66%	0.75%	0.61%
浦发银行	3.15%	2.89%	2.36%	0.52%	0.51%	0.56%	0.61%	0.60%

兴业银行	2.88%	2.85%	2.35%	0.57%	0.54%	0.59%	0.62%	0.61%
民生银行	3.01%	3.14%	2.67%	0.63%	0.57%	0.64%	0.69%	0.73%
华夏银行	2.67%	2.52%	2.04%	0.47%	0.48%	0.52%	0.55%	0.60%
深发展	3.20%	3.11%	2.50%	0.68%	0.59%	0.60%	0.61%	0.61%
北京银行	2.34%	2.93%	2.34%	0.60%	0.57%	0.59%	0.59%	0.60%
南京银行	0.58%	3.18%	2.68%	0.66%	0.65%	0.62%	0.65%	0.64%
宁波银行	3.27%	3.44%	2.79%	0.73%	0.71%	0.71%	0.72%	0.68%

来源：国都证券 注释：季度数据未经年化

图表 7：上市银行存贷利差变动



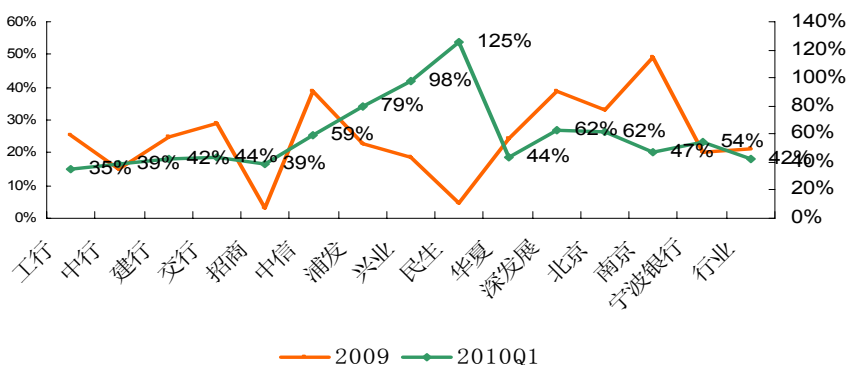
数据来源：国都证券

1.2 手续费收入增长超预期

2009 年，上市银行中间业务增长比较平稳，实现手续费净收入 1864.53 亿，同比增长 21.3%，手续费净收入在收入中的占比达 16.29%，较 08 年的 14.73% 有所上升。

一季度上市银行中间业务表现抢眼，实现手续费净收入 629 亿，同比增长 42.34%，对营业收入的贡献占比达 19%，这主要是受代理服务类及融资顾问类手续费增长推动。横向比较来看，大型银行手续费及佣金收入增速低于行业整体，中型银行中民生、兴业、浦发的增速则大幅超行业水平，城商行中北京银行增速最高。

图表 8：上市银行手续费及佣金净收入变动



数据来源：国都证券

1.3 成本费用控制符合预期

2009 年，由于营业收入增幅较小或负增长，上市银行成本收入比较 08 年普遍有所上升，其中招商、中信、深发展及南京银行增幅较大，成本收入比最低的仍然是北京银行。一季度上市银行成本收入比整体符合预期，

图表 9：上市银行成本收入比情况

	2006	2007	2008	2009	2010Q1
工商银行	36.04%	34.48%	29.54%	32.87%	27.82%
中国银行	36.87%	46.61%	31.52%	34.92%	28.19%
建设银行	38.00%	35.92%	30.71%	32.90%	27.09%
交通银行	35.97%	32.43%	31.34%	32.18%	24.72%
招商银行	37.94%	35.05%	36.78%	44.86%	35.09%
中信银行	44.20%	34.89%	32.98%	39.95%	36.18%
浦发银行	40.35%	36.86%	36.69%	35.99%	35.05%
兴业银行	38.55%	36.30%	34.83%	36.22%	30.74%
民生银行	47.74%	46.26%	42.55%	42.17%	38.20%
华夏银行	42.74%	40.39%	41.41%	44.88%	46.96%
深发展 A	45.56%	38.93%	35.99%	41.76%	41.25%
北京银行	27.35%	25.03%	23.40%	26.36%	22.51%
南京银行	35.15%	30.24%	25.36%	31.38%	25.20%
宁波银行	37.59%	36.48%	40.23%	41.37%	40.99%

来源：国都证券研究所

1.4 资产质量短期仍保持稳定

09 年，在宽松货币政策和积极财政政策的刺激下，经济步入逐步复苏通道。随着经济形势的好转及企业盈利能力的恢复，上市银行资产质量压力在经历了 08 年四季度及 09 年一季度最困难时期的考验后也逐步缓解，整体来看 09 年上市银行的资产质量保持了基本稳定，除了宁波银行、南京银行、深发展的不良额有明显增长以外，大部分上市银行实现了不良额和不良率的双降。从贷款质量变动的先行指标来看，09 年末，上市银行关注类贷款余额较期初减少 10%。从一季度的情况来看，上市银行资产质量继续保持稳定，虽然中信、交行、兴业、民生的不良额出现了小幅的增加，不过这属于正常的波动。

信贷成本对银行业绩贡献显著。受益于资产质量的稳定，09 年上市银行平均信贷成本为 0.47%，较 08 年下降 51 个基点。09 年末，上市银行整体拨备覆盖率达到 170%，较年初提高 35.62 个百分点，风险抵补能力得到明显提高。

图表 10：上市银行不良贷款变动情况（亿元）

	2007	2008	2009Q1	2009H	2009Q3	2009	2010Q1
工商银行	1117.74	1044.82	1026.50	986.65	935.33	884.67	816.09
中国银行	888.02	874.90	851.27	774.87	753.09	747.18	690.38
建设银行	851.70	838.82	819.36	772.08	736.82	721.56	685.28
交通银行	226.41	254.60	260.58	260.26	260.12	250.09	253.94
招商银行	103.94	96.77	98.49	99.24	93.96	97.32	93.76
中信银行	84.92	90.46	89.17	97.92	95.15	90.09	95.15
浦发银行	80.23	84.67	82.00	84.65	84.03	74.60	69.83
兴业银行	45.83	41.49	4239.00	43.13	42.4	37.79	39.46

民生银行	67.73	79.21	8671.00	78.01	72.84	73.97	74.55
华夏银行	68.90	64.87	-	66.13	-	64.57	-
深发展 A	124.75	19.28	19.63	24.72	23.5	24.44	23.30
北京银行	32.40	29.87	29.02	28.37	27.11	27.95	23.89
南京银行	4.78	4.52	4.81	8.18	8.039	8.15	8.12
宁波银行	1.30	6.60	-	5.44	6.05	6.45	6.18
合计	3698.66	3530.88	-	3329.65	-	3108.83	-

来源：国都证券研究所

图表 11：上市银行关注类贷款余额及占比变动（亿元）

	2008.00		2009H		2009.00	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
工行	2379.03	5.20	1927.31	3.55	2289.33	4.00
中行	1599.88	4.85	1554.20	3.60	1390.67	2.83
建行	2171.00	5.72	2016.72	4.46	2007.74	4.17
交行	541.42	4.08	566.47	3.28	502.45	2.73
招商	143.29	1.64	128.62	1.12	141.19	1.19
中信	144.15	2.17	104.95	1.06	74.87	0.70
浦发	102.53	1.47	82.93	0.88	73.02	0.79
兴业	110.54	2.21	93.76	1.46	74.79	1.07
民生	163.66	2.49	152.78	1.69	129.28	1.46
华夏	198.56	5.59	148.17	3.48	125.42	2.92
深发展	36.94	1.30	23.12	0.68	13.56	0.38
北京银行	83.58	4.33	81.61	3.27	73.26	2.68
南京银行	30.67	7.63	25.22	4.20	17.30	2.58
宁波银行	27.05	5.50	26.13	4.07	21.31	2.60

来源：国都证券研究所

图表 12：上市银行信贷成本

	2006	2007	2008	2009
工商银行	0.87%	0.86%	0.84%	0.42%
中国银行	0.53%	0.31%	0.55%	0.38%
建设银行	0.75%	0.65%	1.03%	0.56%
交通银行	0.75%	0.65%	0.88%	0.71%
招商银行	0.68%	0.49%	0.48%	0.29%
中信银行	0.37%	0.56%	0.87%	0.23%
浦发银行	0.89%	0.70%	0.56%	0.38%
兴业银行	0.83%	0.44%	0.72%	0.09%
民生银行	0.52%	0.45%	0.94%	0.63%
华夏银行	0.94%	1.17%	1.36%	0.85%
深发展 A	1.10%	0.96%	2.76%	0.45%
北京银行	0.37%	0.45%	0.98%	0.30%
南京银行	0.41%	0.58%	1.13%	0.64%
宁波银行	0.39%	0.35%	0.60%	0.64%
平均	0.67%	0.62%	0.98%	0.47%

来源：国都证券研究所

2. 投资策略

2.1 紧缩政策风险+资产质量担忧为两大制约因素

在保增长的任务完成后，货币政策回归常态成为必然。2010 年是对 09 年过度宽松的货币政策进行纠正之年，货币政策的收紧成为左右银行板块今年走势的最重要因素。今年以来，央行已经三度上调存款准备金率，目前国有大型银行和其他股份制商业银行的准备金率已经分别提高至 17%和 15%，国有大行的准备金率距离上一轮周期的最高点 17.5%只有一步之遥。随着存款准备金率的持续上调以及银监会对银行存贷比约束加强，银行信贷扩张的能力逐步受到制约。与此同时，由于信贷额度的紧张，银行贷款议价能力增强，因此实际贷款利率水平已经上升。我们认为分析紧缩对银行股价的影响更多是从流动性的角度来考虑。这是因为从对银行业绩的影响来看，紧缩虽然限制了银行信贷的扩张能力，但是却有利于银行息差的提升，其综合的负面影响应该还是比较有限的，未来几个季度银行业绩仍然会有较好的表现。而流动性持续收紧导致的市场资金面收紧对银行股走势带来的负面制约影响则要更大。

从历史上来看，包括存款准备金率上调在内的紧缩政策对银行股价表现的影响不能一概而论。06、07 年，存款准备金率及利率的持续上调成就了银行股的一轮大行情。然而与 06、07 年央行持续 13 次上调存款准备金率不同，当时存款准备金率的起点低，由 7.5%的低点上调至 14.5%，当时流动性的创造主体是外汇占款的增长；而此轮存款准备金率的调整是从 13.5%开始，起点比较高，本轮调整存款准备金率将创出新高，考虑到 09 年以来流动性创造的主体是银行信贷，持续上调后处于高位的准备金率对银行信贷扩张能力的制约效应将逐步显现，导致流动性的进一步收缩。从宏观环境来看，06、07 年的流动性收紧是经济整体处于景气扩张时期的收紧，而目前是经济尚处在复苏阶段的收紧，因此其对市场的负面影响更大。

对银行板块构成制约的另一个关键因素是对资产质量的担心，这一方面是对房地产贷款资产质量的担忧，另一方面是对地方政府融资平台贷款的担忧。目前地产调控新政对房地产市场需求的冲击已经立竿见影，房价也出现了松动，但房价的调整幅度将达到什么程度目前还难以判断。我们认为调控政策的目的在于打击制造房价泡沫的投机和投资性需求，防止房价过快过度上涨，使房价回归至正常的运行轨道，并不是要打击整个房地产行业。我们认为对房地产行业贷款风险不宜过于担忧。事实上，由于上市银行对房地产贷款的审批和风控普遍比较严格，而房地产开发贷的抵押率很高、银行个人房贷余额/房价总额比平均在 60%左右，除非房价跌幅超过 30%-40%，否则不会出现违约率大幅上升的情况。从长期的角度来看，此次政府自主调控将有效抑制促成房价进一步上涨的投机投资因素、避免风险进一步积累，降低未来房价失控进而崩盘的系统风险，长远来看有利于降低银行业的风险隐患，长痛不如短痛，放任泡沫过度膨胀后引发的市场调整才更为可怕。

图表 13：上市银行房地产贷款占比及不良情况

	工行	建行	中行	交行	招行	浦发	兴业	民生	华夏	深发展	行业
房地产开发 (%)	10.7	7.44	7.47	7.03	6.07	8.71	9.39	11.8	7.8	6.47	6.32
个人住房及经营性贷款 (%)	15.26	17.68	18.49	12.23	23.08	14.96	21.23	18.6	6.46	27.15	11.91
房地产相关合计 (%)	25.96	25.12	25.96	19.26	29.15	23.67	30.62	30.4	14.26	33.62	17.23
资产质量 (不良率)	工行	建行	中行	交行	招行	浦发	兴业	民生	华夏	深发展	行业

房地产开发 (%)	1.5	2.6	1.48	-	1.32	0.29	0.42	-	-	1.48	-
个人住房及经营性贷款 (%)	0.83	0.66	0.63	-	0.44	0.52	0.23	-	-	0.39	-

来源：国都证券研究所

与房地产贷款相比，我们认为政府融资平台贷款潜在风险更值得担忧。这种担忧一方面在于政府融资平台贷款在过去一年的时间内规模增长过猛，潜藏放贷标准放松和管控不到位的风险；另一方面在于平台贷款在还款来源上高度依赖政府信用、部分融资平台负债率过高。按照银监会的要求，6月底前各银行应完成对地方政府融资平台授信业务的全面自查清理，对存在问题的贷款及时采取有效的整改、重组和保全措施，并在三季度末前对平台贷款进行准确分类，提足拨备，年内基本完成对坏账核销。由于监管机构对于政府融资平台贷款的界定存在差异，此类贷款规模到底有多大目前还存在较大不一致。相信随着银行自查的结束，围绕其的信息不透明问题会得到解决，届时对于平台贷款的缝隙那会有更清晰的认识。考虑到银监会可能会要求银行将融资平台中没有担保和保全、没有现金流仅凭财政收入担保和还款的项目划入“非正常类”贷款，2010年银行的拨备计提要求将因此增大，对利润存在一定负面影响。我们认为目前及时对平台贷款潜在风险加强监控和提前拨备非常有必要，有利于防范未来出现大的系统风险，增强银行风险应对能力。短期内政府融资平台贷款的风险暴露有限，未来情况还需要结合宏观经济形势变化来判断。

图表 14：上市银行政府融资平台贷款情况（亿元）

	09 年新增政府融资 平台贷款	政府融资平 台贷款余额	占比
工商银行	4500	7200	12.57%
中国银行	2700	4200	8.55%
建设银行	2679	6643	13.78%
交通银行	800	1390	7.56%
兴业银行	-	2000	28.5%
华夏银行	280	600	13.95%
招商银行	400	721	6%
宁波银行	-	56	6.84%

来源：国都证券研究所 注释：各银行所使用口径不一致，其中工、中、建、交是银行自身的口径，兴业银行使用的为最广泛的口径、招行使用的是最狭窄的口径，更好的比较有赖统一口径的数据出台。

2.2 投资建议

一季度宏观经济复苏形势得到进一步巩固，但是与此同时，对房地产泡沫和未来通胀上升的担忧也引发了对房地产的严厉调控和央行第三度上调存款准备金率。受此影响，二季度以来，银行板块出现大幅下跌，个股平均跌幅为 18.85%。目前大、中、小型银行动态 PE 已分别降至 9.6 倍、11 倍和 15.8 倍。整个银行板块 10 年动态 PE 估值降至 11.38 倍（考虑摊薄），历史最低点为 6.39 倍，静态（TTM）PE 估值降至 11.2 倍，08 年最低点为 9.51 倍。我们认为银行股估值再创新低的可能性很低，虽然目前还很难判断股

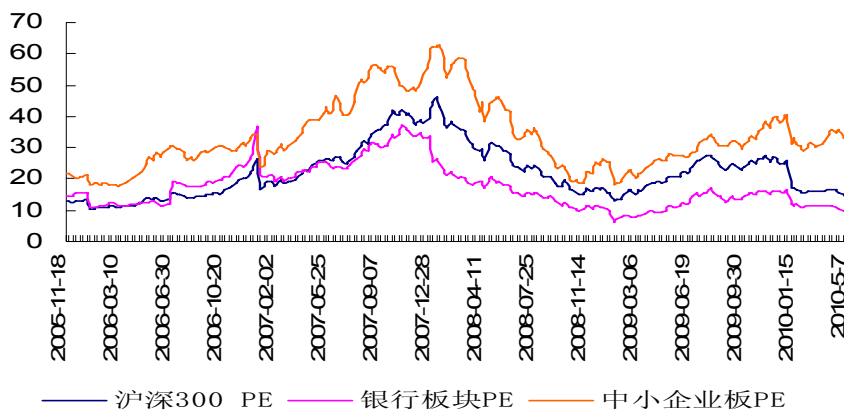
价调整是否已经见底，但从长期价值投资的角度来看，我们认为当前的估值已经具备一定安全边际。

图表 15: 上市银行股价区间变动情况 (%)

	2010 年 4 月 1 日至 5 月 10	2010 年 1 月 1 日-5 月 10 日
工商银行	-11.04	-18.57
建设银行	-9.88	-17.45
中国银行	-4.66	-5.54
交通银行	-17.55	-26.99
招商银行	-16.52	-20.57
中信银行	-26.26	-34.14
浦发银行	-16.68	-12.49
兴业银行	-24.39	-30.75
民生银行	-11.31	-13.78
华夏银行	-16.54	-13.85
深发展 A	-20.56	-24.37
北京银行	-17.58	-28.75
南京银行	-19.16	-26.51
宁波银行	-23.19	-29.73
银行业指数	-14.06	-18.19
沪深 300 指数	-14.58	-20.06

来源：国都证券研究所

图表 16: 银行板块动态 PE 估值比较



数据来源：国都证券

考虑到今年宏观经济形势比较复杂，经济增长与政策退出之间的矛盾纠结对包括银行在内的周期性行业始终构成制约，而银行与宏观经济的紧密联系将使其始终处于政策调控的风口浪尖，政策面、流动性收紧对股价的负面制约难以根本消除，在这样的环境下，较好的业绩增长、估值优势也难以成为支持其跑赢大盘的理由，板块在整体上缺乏机会，基于此我们维持行业短期中性-长期 A 的评级，未来机会主要来自对低估值的修复。我们仍维持前期防御型组合推荐，即建议关注浦发、深发展，同时结合一季报和估值的情况，我们认为还可以关注民生银行、北京银行。

图表 17: 上市银行估值情况

	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	09BVPS	10BVPS	09PB	10PB
工行	0.38	0.46	0.55	11.66	9.63	8.05	2.01	2.31	2.20	1.92
中行	0.34	0.41	0.50	12.03	9.98	8.18	2.05	2.36	2.00	1.73
建行	0.47	0.58	0.68	10.87	8.81	7.51	2.40	2.84	2.13	1.80
交行	0.62	0.67	0.83	10.85	10.04	8.11	3.35	4.15	2.01	1.62
招商	0.98	1.10	1.44	13.87	12.35	9.44	4.89	6.12	2.78	2.22
中信	0.38	0.48	0.58	14.26	11.29	9.34	2.74	3.16	1.98	1.72
浦发	1.49	1.55	2.03	12.74	12.25	9.35	8.45	11.00	2.25	1.73
兴业	2.66	2.74	3.46	10.35	10.05	7.96	11.92	14.90	2.31	1.93
民生	0.51	0.72	0.91	13.37	9.47	7.49	3.87	4.32	1.76	1.58
华夏	0.71	0.89	1.08	15.07	12.02	9.91	6.01	6.57	1.78	1.63
深发展	1.62	1.66	2.13	11.38	11.10	8.65	6.53	10.00	2.82	1.84
北京银行	0.98	1.29	1.65	14.06	10.68	8.35	6.12	7.21	2.25	1.91
南京银行	0.92	1.03	1.35	15.46	13.81	10.53	6.71	8.65	2.12	1.64
宁波银行	0.58	0.69	0.92	21.19	17.81	13.36	3.91	6.10	3.14	2.01
平均	-			13.37	11.38	10.57			2.25	1.79

来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com

李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			