

银行业 2010 年中期投资策略

尘埃落定，静候催化

余晓宜 研究员
电话: 020-87555888-648
email: yxy2@gf.com.cn

沐华 研究助理
电话: 020-87555888-339
e-mail: mh@gf.com.cn

政策层面：进入观察期

2 季度以来，对通货膨胀的关注度由升到降，CPI 在翘尾因素过去后可能趋于回落，政策短期看已无进一步收紧的必要，须观察前期政策效果及经济数据表现而定。我们预期 3 季度的政策环境将较为温和，调控手段上依然以公开市场操作和窗口指导为主。从温总理防止政策叠加负面影响的讲话看，在外需面临波动、地产调控逐渐生效、翘尾因素过峰值后减弱的预期下，3 季度加息的可能性较小，4 季度小幅加息一次的可能性仍存。

业绩层面：有望形成阶段性推动

信贷控节奏，但依然稳步增长；降息滞后效应已体现完毕，息差步入缓慢上升通道；不良风险年内可控，拨备顺应逆周期政策继续提升，行业 10 年业绩同比增长 20% 以上较无悬念。展望下半年，政策将转入观察期，出口增速回落但依然好于 09 年；平台贷款排查和地产贷款压力测试在 6 月末后告一段落，拨备计提将于 9 月末前完成；农行 7 月上市后行业融资压力基本释放，困扰银行股的负面因素即将尘埃落定，良好的中报业绩有望对股价形成阶段性推动。

估值层面：具备中长期投资价值

当前银行股的估值水平处于 98 年以来的最低位，从国际比较看亦具备安全边际。我们认为中国经济将在曲折中发展，中国银行业在逆周期监管下具有抵御风险的能力。虽然在步入集约化经营期后，转型中的银行业在当前阶段的预期增速将放缓。但作为周期性行业，银行股的 ROE 在集体融资完成后将达阶段性低点，并伴随经济周期和行业自身经营模式转变而回升，具备中长期投资价值。

2010 年中期投资策略

我们认为，流动性拐点后的 2010 年，全年看行业难有大的表现机会。中期之后，政策转入观察期，平台贷款排查和地产贷款压力测试在 6 月末后告一段落，农行 7 月上市后行业融资压力基本释放，困扰银行股的负面因素即将尘埃落定。行业从估值角度看具备安全边际和中长期投资价值，但短期在内忧外患下股价缺乏刺激因素，难有持续良好表现。我们下调行业评级为“持有”，建议在 3 季度下旬可逐渐加仓。中报业绩有望对股价形成阶段性推动，加息预期的提前反应亦可成为股价上涨的催化剂。选股思路上，从防御性角度，推荐招行、浦发、民生、华夏、交行，反弹期可关注兴业、宁波。

风险提示方面，经济复苏阶段存在较高不确定性，政策风险及资产质量下行风险需持续关注；此外，存在加息方式未达预期的风险。

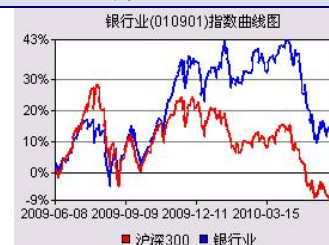
行业评级

持有

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-4.58%	-16.11%	15.36%
沪深 300	-4.85%	-17.86%	-8.45%

目录索引

一、本文的分析逻辑	4
(一) 政策层面：进入观察期.....	4
(二) 业绩层面：有望形成阶段性推动.....	4
(三) 估值层面：具备中长期投资价值.....	5
(四) 2010 年中期投资策略	5
二、政策日趋谨慎，信贷结构调整.....	6
(一) 复苏伴随曲折，政策日趋谨慎.....	6
(二) 信贷投放节奏良好，结构调整.....	7
(三) 流动性趋紧，信贷供需趋于平衡.....	8
三、息差增速放缓，负债端影响较大.....	9
(一) 息差增速预期放缓.....	9
(二) 加息争议仍存.....	10
四、平台与地产贷款风险可控.....	11
(一) 平台贷款排查近尾声，风险可控.....	11
(二) 地产贷款压力测试，平均房价抗跌幅 30%	12
五、2010 年中期投资策略.....	16
(一) 投资策略及风险提示.....	16
(二) 个股投资选择.....	16

图表索引

图1: M1超M2, 5月剪刀差略有缩小.....	6
图2: 翘尾因素下 CPI 与 PPI 环比持续回升.....	6
图3: PMI 小幅波动, 仍大于 50%.....	6
图4: 进出口总额同比快速增长.....	6
图5: 2010 年 2 季度月度新增贷款趋于平稳.....	7
图6: 居民户贷款占比提升.....	8
图7: 票据增量由负转正.....	8
图8: 准备金率3次下调, 银行超储率下降.....	9
图9: 公开市场操作净投放加大.....	9
图10: 08年房价调整, 地产开发贷不良额表现平稳.....	15
图11: 08 年房价调整, 开发贷不良率在贷款增长下趋降.....	15
图12: 08年房价调整中, 按揭贷款不良额波动相对较大.....	15
图13: 08年房价调整, 按揭不良率上升后回落.....	15
 表1: 上市银行贷存比(含贴现).....	10
表2: 降息周期中的息差降幅比较.....	11
表3: 中国房地产泡沫期间的主要调控措施.....	13
表4: 上市银行盈利预测表.....	17
表5: 上市银行监管指标与财务比率(2010/1Q).....	17
表6: 公司评级、投资看点与风险提示.....	18

一、本文的分析逻辑

（一）政策层面：进入观察期

要达到综合平衡低通货膨胀、经济增长、保持较高就业和国际收支大体平衡四大目标，货币政策在 2010 年的处境较为艰难。在欧洲债券危机发生后，后续影响依然蔓延，预期将在未来一段时间内影响中国出口，继而影响经济增速。国内情况看，内需回升的基础尚不稳固，经济增长内生动力有待增强，持续扩大居民消费、促进经济结构优化和实现节能减排目标的任务尚且艰巨，财政金融领域的潜在风险亦不容忽视。因此，虽然政策逐步退出的大前提已定，但鉴于国内外经济局势的不确定性，适度宽松政策退出的过程必然是缓慢而谨慎的。

2 季度以来，对通货膨胀的关注度由升到降，CPI 在翘尾因素过去后可能趋于回落，近期市场流动性在企业融资上市等因素影响下表现较紧，外汇占款在人民币升值预期不明且出口可能放缓的背景下可能产生波动，政策短期看已无进一步收紧的必要，须观察前期政策效果及经济数据表现而定。我们预期 3 季度的政策环境将较为温和，调控手段上依然以公开市场操作和窗口指导为主，准备金率尚存 1 次（50BP）上调空间，公开市场操作视资金利率变动可能有所放松。从温总理防止政策叠加负面影响的讲话看，在外需面临波动、地产调控逐渐生效、翘尾因素过峰值后减弱的预期下，3 季度加息的可能性较小，4 季度小幅加息一次的可能性仍存。

（二）业绩层面：有望形成阶段性推动

从 09 年末开始，对 2010 年银行业绩增长的预期已很高。降息滞后效应已体现完毕，息差步入缓慢上升通道；信贷控量控节奏，但依然稳步增长；不良年内不会产生大幅反弹，拨备顺应逆周期政策继续提升，年内业绩同比增长 20% 以上较无悬念。

然而 2 季度以来，欧洲主权债务危机影响对我国出口以至经济复苏的预期外围经济复苏的预期，经济二次探底担忧加剧；与此同时，政策刺激力度趋缓，地产政策调控持续，引发对地产类贷款及平台类贷款资产质量的担忧。此外，信贷控量控节奏，银行在 09 年信贷大量投放且资本约束提高后纷纷进行融资，资金面相比 09 年趋紧，且融资阶段性摊薄 ROE 以及大行上市的压力亦对投资信心形成负面影响。在这样的背景下，尽管 1 季度银行业绩同比取得了高增长，依然难以对股价形成推动，仅在个别阶段具相对收益。

展望下半年，预期政策将转入观察期，出口增速回落但依然好于 09 年；平台贷款排查和地产贷款压力测试在 6 月末后告一段落，拨备计提将于 9 月末前完成；农行 7 月上市后行业融资压力基本释放，困扰银行股的负

面因素即将尘埃落定。当前股价已包含对未来政策的负面预期，随着负面因素逐渐尘埃落定，良好的中报业绩有望对股价形成阶段性推动。

（三）估值层面：具备中长期投资价值

当前银行股的估值水平，从横向比较相对于其他板块处于A股市场的低位；纵向比较，我国银行股目前的PE、PB水平也处于98年以来的最低位。国际比较上看，除去次贷危机和亚洲金融危机时期，美国银行业的PB多数时间处于2-3倍之间，PE在15-20倍左右；而日本银行业PB的波动幅度在1-2.5倍之间，PE从05年至今稳定在15倍左右。我国银行股当前对应的10年PE在9.5倍左右，PB在2倍以下，从估值角度看具备安全边际，存在中长期投资价值。

当然，除了历史比较，是否具有中长期的投资价值更需要基于对未来经济乃至行业成长性的判断。我们认为伴随经济结构转型的经济复苏过程将是曲折的，在经济周期中经济增速也是波动的，但只要经济发展不恶化到经济危机的程度，我们相信中国的银行在逆周期监管下具有抵御风险的能力。09年快速投放的大量平台贷款可能隐含着风险，但通过正在进行的排查、整改和充分的拨备计提，风险将得到缓释。从成长性角度讲，我国银行业已度过了较为粗放的规模扩张期，开始步入集约化经营期。集体融资后摊薄的ROE提升需要时间，资本使用效率要求的提升也推动着行业转型，行业整体增长速度预期将放缓。但作为周期性行业，银行股的ROE在集体融资完成后将达阶段性低点，并伴随经济周期和行业自身经营模式转变而回升，具备中长期投资价值。

（四）2010 年中期投资策略

我们认为，就流动性角度而言，拐点之后的 2010 年，全年看行业难有大的表现机会。展望下半年，政策将转入观察期，出口增速回落但依然好于 09 年；平台贷款排查和地产贷款压力测试在 6 月末后告一段落，拨备计提将于 9 月末前完成；农行 7 月上市后行业融资压力基本释放，困扰银行股的负面因素即将尘埃落定。当前行业从估值角度看具备安全边际，从中长期看具备投资价值，但短期在内忧外患下股价缺乏刺激因素，虽存阶段性相对收益，但难有持续的良好表现。**我们下调行业评级为“持有”，建议在 3 季度下旬可逐渐加仓。**良好的中报业绩有望对股价形成阶段性推动，加息预期的提前反应亦可成为股价上涨的催化剂。

选股思路上，从防御性角度，推荐招行、浦发、华夏、民生、交行，反弹期可关注兴业、宁波。

风险提示方面，经济复苏阶段存在较高不确定性，由此带来的政策风险及资产质量下行风险需持续关注；此外，存在加息方式未达预期的风险。

二、政策日趋谨慎，信贷结构调整

（一）复苏伴随曲折，政策日趋谨慎

同比2009年，我国经济处于复苏阶段，但复苏过程中伴随着曲折。M1、M2增速保持在较高水平，5月剪刀差略有缩小，经济活跃度依然较高，但趋势有待观察（如图1）。CPI与PPI持续上升（如图2），在翘尾因素作用下，CPI预期将在7月达到年度峰值，之后回落。整体经济指标持续回暖，PMI在季节性因素下小幅下降，但依然大于50%；进出口复苏迹象明显，出口连续6个月实现增长，5月出口同比增长48.5%，超过4月份30.5%的增长率；进口连续7个月的增长，5月同比增速率略低于4月，但依然高达48.3%（如图3、图4）。

图1: M1超M2，5月剪刀差略有缩小

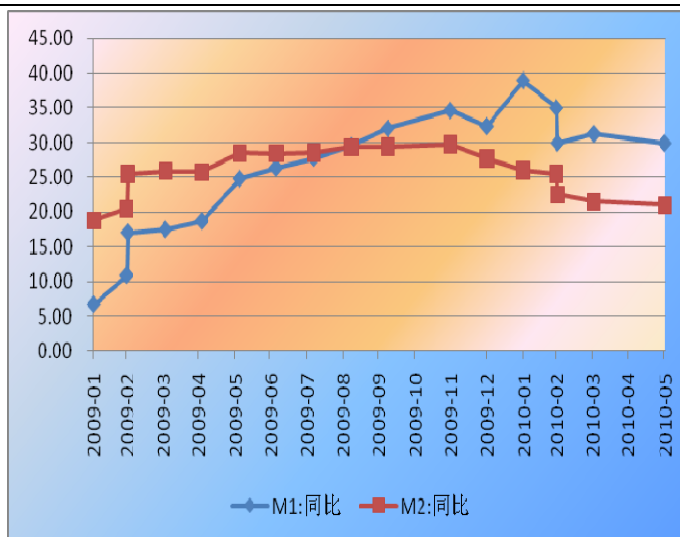
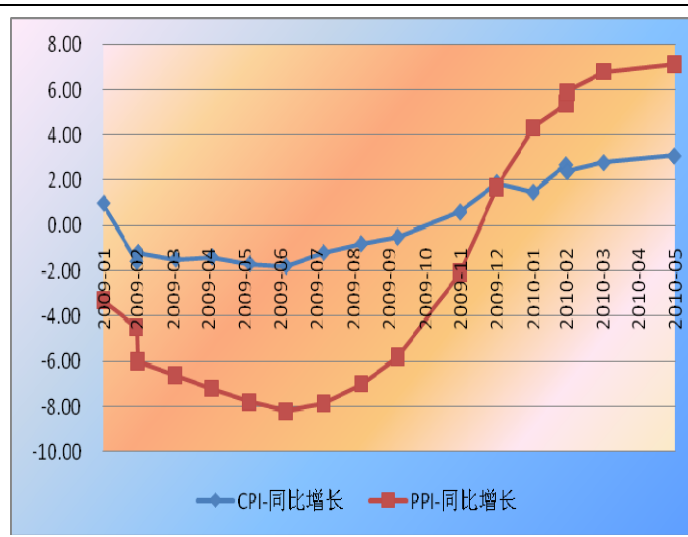


图2: 翘尾因素下CPI与PPI环比持续回升



数据来源：人民银行网站，Wind资讯，广发证券发展研究中心

图3: PMI小幅波动，仍大于50%

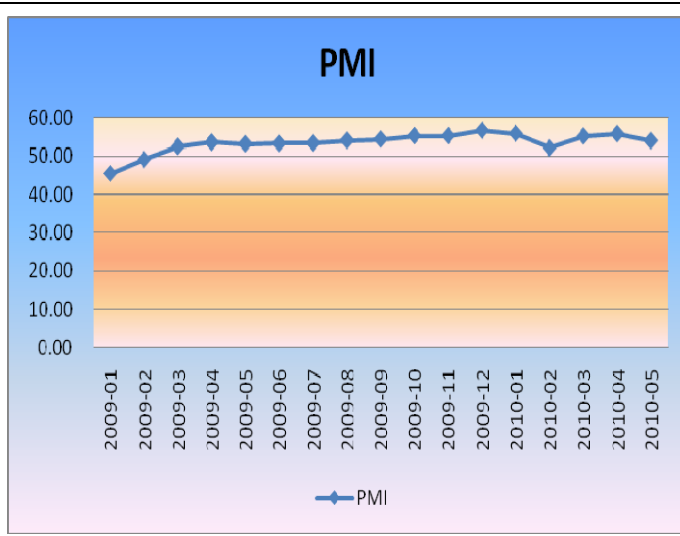
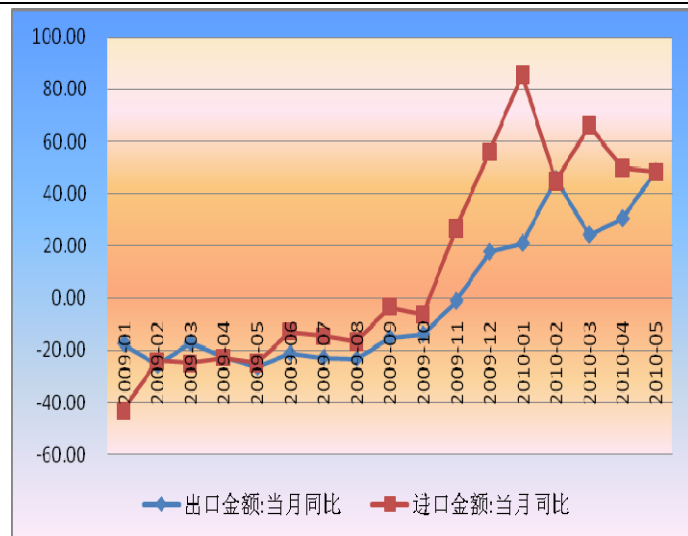


图4: 进出口总额同比快速增长



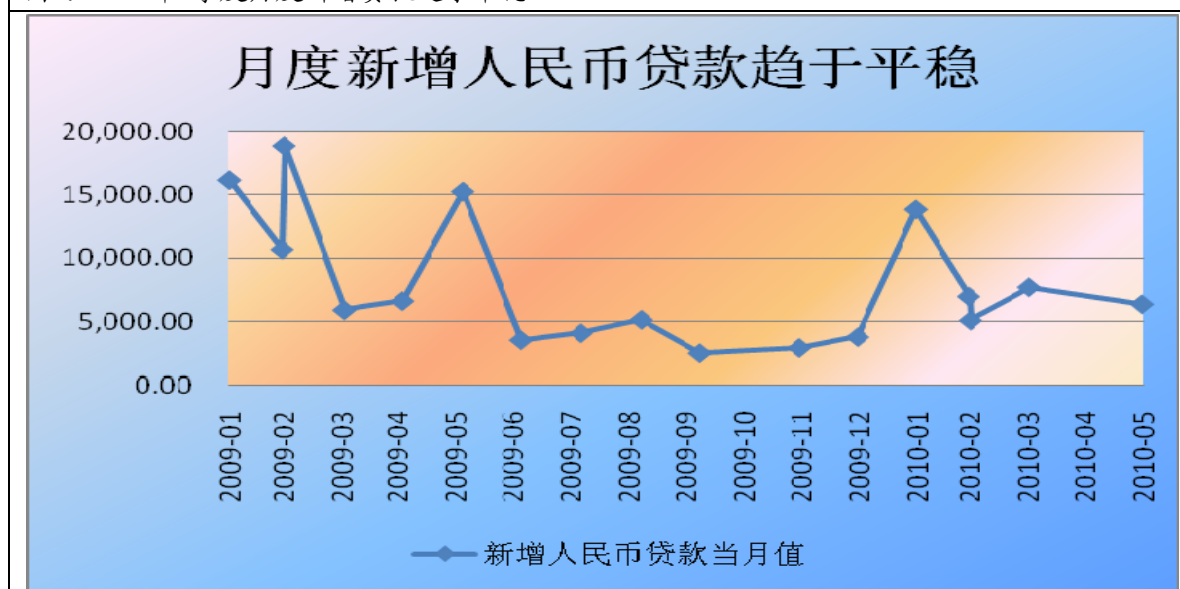
数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

要达到综合平衡低通货膨胀、经济增长、保持较高就业和国际收支大体平衡四大目标，货币政策在2010年的处境较为艰难。政策逐步退出的大前提已定，但鉴于国内外经济局势的不确定性，适度宽松政策退出的过程必然是缓慢而谨慎的。在欧洲债券危机发生后，后续影响依然蔓延，预期将在未来一段时间内影响中国出口，继而影响经济增速。国内情况看，内需回升的基础尚不稳固，经济增长内生动力有待增强，持续扩大居民消费、促进经济结构优化和实现节能减排目标的任务还很艰巨，财政金融领域的潜在风险亦不容忽视。另一方面，CPI在翘尾因素过去后可能趋于回落，近期市场流动性在企业融资上市等因素影响下表现较紧，外汇占款在人民币升值预期不明且出口可能放缓的背景下可能产生波动，政策短期看已无进一步收紧的必要。6月8日人民银行发布的《2009中国区域金融运行报告》再次表明，央行将根据新形势、新情况贯彻落实好适度宽松的货币政策。我们预期3季度的政策环境将较为温和，调控手段上依然以公开市场操作和窗口指导为主，准备金率尚存1次（50BP）上调空间，公开市场操作视资金利率变动可能有所放松。

（二）信贷投放节奏良好，结构调整

2010年1季度，银行放贷经历了储备项目快速投放、信贷增速由快到慢的过程，强调均衡放贷的监管机构加强了窗口指导，银行放贷按日上报、按季监控。在这一局面下，2季度的信贷投放预期将结合1季度部分多放的情况进行调整，以达到上半年比下半年6:4的局面。4月新增的信贷数据略超市场预期，达7740亿元；5月新增贷款降至6394亿元，贷款增长趋于平稳（如图5）。由于每季开始均释放一部分上季末储备的项目，因此季初新增信贷增速较快，预期6月新增贷款可能与1季度相似，呈下降趋势，新增贷款额度在5000亿元左右。

图5：2010年2季度月度新增贷款趋于平稳



数据来源：人民银行网站，广发证券发展研究中心

从信贷结构看，个贷占比出现提升，且以中长期贷款为主（如图6）。这一方面与地产政策调控初期，为规避政策调控按揭贷款需求不降反升有关，另一方面也与前期公司贷款中票据持续压缩有关。公司贷款中，中长期贷款依然占据绝对比重，4月开始票据出现正增长，5月继续保持（如图7）。我们认为一是由于去年以来大量投放的票据已到期回笼，二是在票据利率出现回升的情况下，银行存在主动配置需求。

图6：居民户贷款占比提升

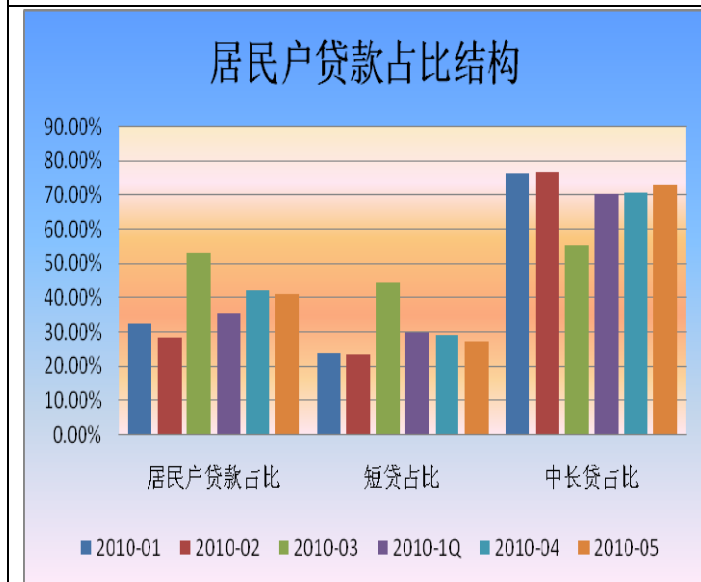
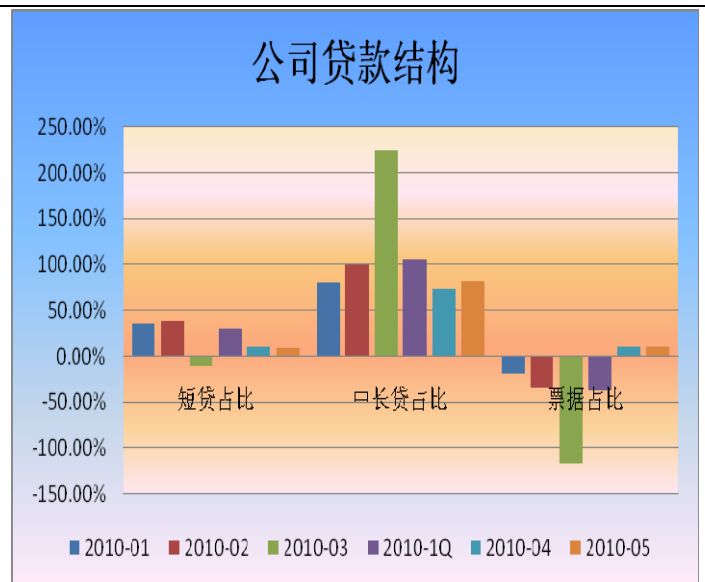


图7：票据增量由负转正



数据来源：人民银行网站，广发证券发展研究中心

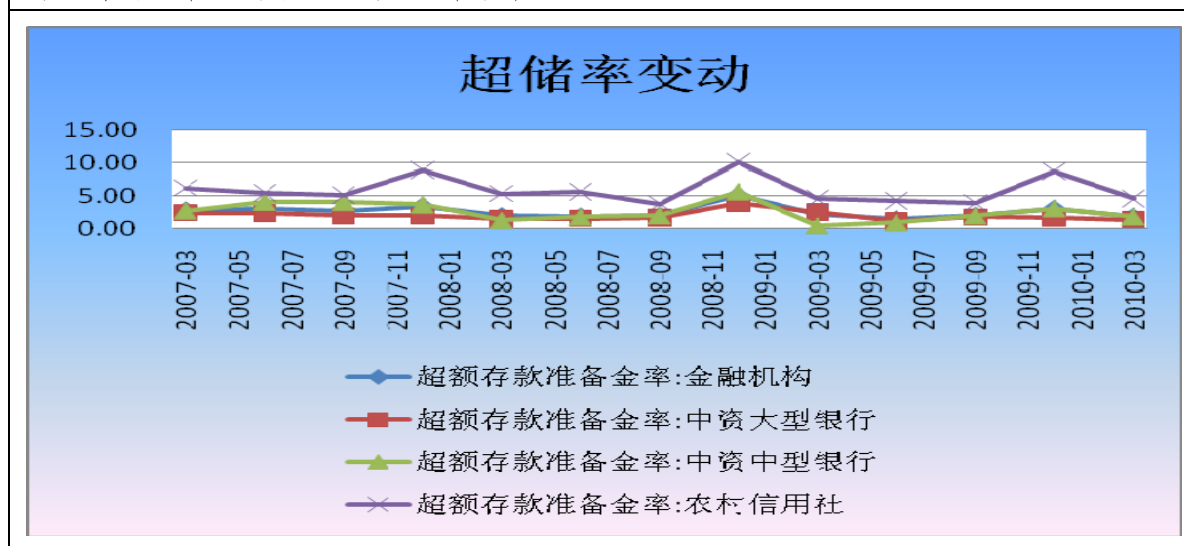
（三）流动性趋紧，信贷供需趋于平衡

2010年以来，准备金率三次上调，其中两次发生在法定假日后，以回收节前为保证假日兑付而净投放的资金。5月初第三次上调准备金率后，大型存款类金融机构准备金率、一般金融机构准备金率、农村信用社及村镇银行等小额金融机构准备金率分别为17%、15%和13.5%，准备金率差别化明显，体现出政策的针对性。调整后的准备金率水平距离历史高点17.5%仅一步之遥，后续调整空间较小。

在准备金率连续调整后，银行的超储率也逐渐下降（如图8），3月末金融机构整体的准备金率降至1.96%，较09年末的3.13%下降明显；其中大型银行降至1.43%，超储率较紧的银行需通过适当下降新增债券配置调节流动性。5月开始，债券市场和银行间市场的资金价格开始出现上升趋势，6月1日开始，停寂已久的一年期央票利率连续两周上涨8.33BP，至2.0929%，反映出银行资金面较为紧张。从近期银行间拆借回购利率上扬亦表现出这一点，6月9日7天回购加权平均利率较前一日上涨7.2BP，达2.254%。这段时期的资金面紧张有一定阶段性因素，一是近期银行融资层出不穷，中行发转债、交行配股、农行筹划IPO上市；另一方面，端午节将至，为应对企业和个人的提现需求银行需要增加备付率。因此，2季度末3季度初的公开市场操作预期将以净投放为主（如图9）。

从信贷需求看，地产调控政策频频出台，对于二套房贷、三套房贷严格审批，按揭贷款经历了最后的狂欢，需求开始出现回落。欧洲债务危机影响下，出口预期将出现波动，加之地产调控的链条式反应，下半年的信贷需求趋于下降。而从3322的放贷节奏及往年7:3的投放比例看，下半年新增信贷额度占比通常也低于上半年，从而信贷供需有望达到平衡。

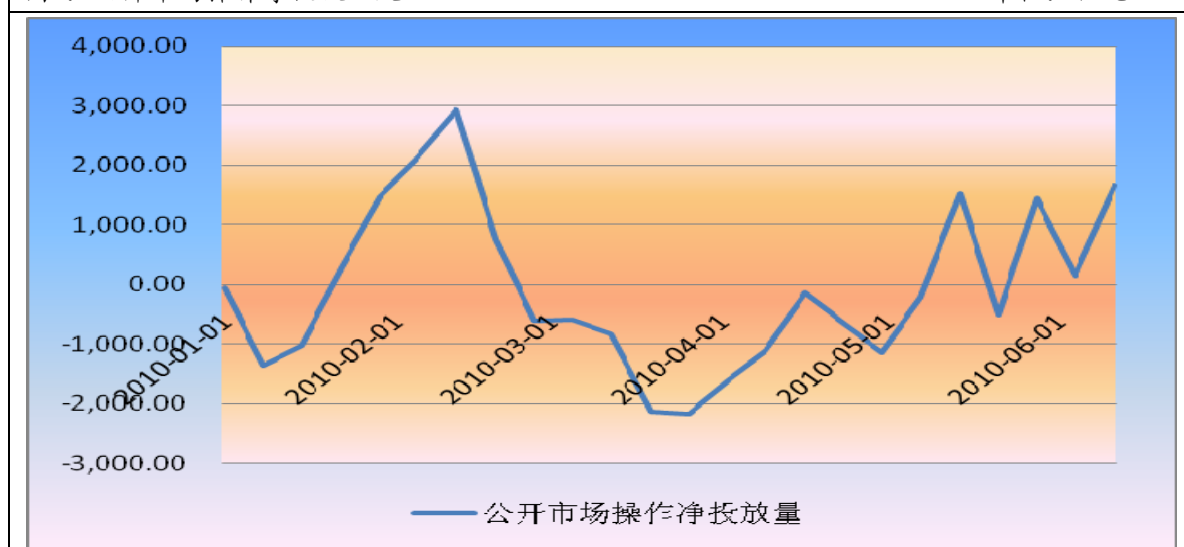
图8：准备金率3次下调，银行超储率下降



数据来源：人民银行网站，广发证券发展研究中心

图9：公开市场操作净投放加大

单位：亿元



数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

三、息差增速放缓，负债端影响较大

（一）息差增速预期放缓

2010年1季度，降息对贷款的重定价效应已基本体现完毕，而部分

银行存款依然处于重定价中，从而推动息差反弹。资产方，贷款的议价能力有所改善，但贡献度低于负债端。2季度在放贷节奏控制下，行业整体，尤其是股份制银行贷款额度趋紧，下浮贷款比例下降，议价能力继续提高。

与此同时，6月底前重新严格的贷存比要求对于部分银行而言是个考验（如表1）。在贷款增速放缓从而派生存款增速放缓的背景下，贷存比较高的中小银行存在较大的吸存压力。在各家银行都加大吸存力度，强调提高活期存款占比的2010年，票据已降至低位的银行只能通过负债方改善贷存比，如通过吸收协议存款、发行存款类理财产品、发债等方式进行资产负债配比，可能在时点上造成对息差的负面影响。

表 1: 上市银行贷存比（含贴现）						
	2008/4Q	2009/1Q	2009/2Q	2009/3Q	2009A	2010/1Q
民生银行	82.27%	78.83%	82.83%	80.04%	76.93%	81.89%
深发展 A	78.14%	79.09%	81.39%	84.20%	78.21%	78.61%
中信银行	68.87%	77.55%	83.02%	81.78%	78.28%	76.80%
交通银行	69.61%	73.57%	71.75%	73.94%	75.95%	76.46%
招商银行	68.18%	67.31%	73.23%	72.37%	72.25%	75.93%
浦发银行	71.92%	78.71%	74.56%	71.44%	70.29%	75.76%
宁波银行	63.59%	62.13%	65.32%	74.98%	72.93%	74.32%
兴业银行	68.78%	71.54%	69.81%	72.71%	71.90%	74.25%
华夏银行	71.22%	74.74%	73.77%	74.17%	72.11%	71.85%
中国银行	61.66%	62.48%	66.74%	71.18%	71.76%	70.75%
南京银行	62.26%	60.08%	62.30%	64.05%	64.24%	63.59%
北京银行	59.43%	63.29%	63.35%	63.60%	59.84%	60.33%
建设银行	57.77%	58.28%	57.94%	58.57%	58.65%	58.39%
工商银行	53.94%	55.66%	55.60%	55.81%	57.14%	57.26%

数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

注：其中兴业银行已剔除金融债因素。

（二）加息争议仍存

2季度以来，3年期央票利率下降降低了加息预期，而5月CPI开始突破3%的界限，6月1年期央票利率持续上升，又带来了一定的加息猜测。在经济与外围环境存在不确定性的背景下，是否加息争议仍存，加息方式也存在较高不确定性。是否加息需要综合考虑三方面因素：一是通货膨胀的具体数字。央行关注CPI，也关注PPI，不能存在长时期的实际负利率是央行作出加息决策的重要依据。由于货币政策经调整到产生作用大概会有一年的滞后期，所以要提前对CPI、PPI及整个物价的走势有预估，政策需要具备前瞻性；二是实体经济状况。需要观察和预判实体经济的走势，考虑加息对实体经济的可能影响；三是国际资本流动。在全球化的条件下，资金的跨境流动受到世界各国利率水平的影响。因此，央行除了考虑本国利率水平不能为负之外，还要考虑在国际环境下，一个国家的利率水平对其他

国家资金影响程度。由于美国、日本等主要经济体仍保持低利率，当前的利差水平持续对人民币造成了升值压力。是否加息亦要平衡这方面因素。

综合以上因素看，从温总理防止政策叠加负面影响的讲话看，在外需面临波动、地产调控逐渐生效、翘尾因素过峰值后减弱的预期下，3季度加息的可能性较小，4季度小幅加息一次的可能性仍存。加息方式上，由于活期存款利率通常变动较少，如08年5次降息仅有1次下调了36BP，我们认为其首次加息就上调活存利率的可能较低，以预留政策空间。**首次加息较有可能采取定期存款多加9BP的不对称方式**，由于银行业整体活期存款的占比在40-50%之间，活期存款利率不变，该加息方式对银行息差的正面影响较对称加息下降，但依然偏正面。

在升息周期中，三类银行处于较为有利的地位。一是从存款期限结构看，活期存款占比较高的银行；二是从生息资产期限结构看，重定价期限较短的银行；三是从客户结构看，中小企业占比较高的银行。对比降息周期中各家银行的净息差降幅（如表2），可以预期在升息周期中，招行、中信、华夏、兴业、浦发等银行具有较高的息差弹性。

表 2：降息周期中的息差降幅比较				单位：%
	2008H	2009H	同比下降	同比降幅
招商银行	3.66	2.24	-1.42	38.80%
浦发银行	3.21	2.08	-1.13	35.20%
中信银行	3.42	2.47	-0.95	27.78%
兴业银行	2.76	1.9	-0.86	31.16%
建设银行	3.29	2.46	-0.83	25.23%
民生银行	3.22	2.43	-0.79	24.53%
工商银行	3.01	2.25	-0.76	25.25%
中国银行	2.72	2.04	-0.68	25.00%
交通银行	2.87	2.2	-0.67	23.34%
深发展 A	3.17	2.51	-0.66	20.82%
均值	3.133	2.258	-0.875	27.71%

数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

四、平台与地产贷款风险可控

（一）平台贷款排查近尾声，风险可控

政府平台贷款对于银行而言不是新鲜物，但由于09年平台贷款的投放金额大，占比高，无论从贷款集中度还是风险管理结构看，都足以引起重视。对于平台贷款的统计，各家银行的统计口径不同，较为常见的是七种类型的统计口径，含：各类开发区（园区）政府投融资平台、国有资产管理公司、土地储备中心类公司、城市投资建设公司、财政部门设立的税

费中心、交通运输类政府投融资平台、其他类型政府投融资平台，这也是统计范围最广，标准最严的口径。近期银监会公布了“四个特征”的新口径：即 1、政府主导或绝对控制；2、主要任务为融通资金；3、融资行为全部或部分由政府财政承担直接或间接偿还或担保；4、主要用于基建或准公益性项目。该口径第一次明确了政府组成部门如作为借款主体，其贷款需纳入融资平台。

在银监会的要求下，各家银行须进行平台贷款排查，落实平台贷款项目的真实背景、担保抵押等，并于6月末上报排查结果。当前，各家银行已基本完成平台贷款的排查。通过排查，确实有部分贷款没有对应项目，以打捆贷款形式出现，银行对这些贷款进行解包还原，逐笔对应项目，并要求项目有自有现金流；对于抵押物不足的，要求加提抵押；没有对应项目的或风险高的，进行重组、加提抵押或适度退出。采取动态拨备的银行已针对排查结果进行了拨备计提，排查的结果从银行反馈看均较为乐观。

2009年政府平台贷款大量投放，但真正投入项目的使用高峰在2010年，因此投资增速不会骤然下降；此外，进出口虽可能存在起落，但同比好于09年，我们认为在2010年的国际形势和政策形势下，**经济可能出现阶段性的波动，但整体实现平稳过渡的可能性较大。在这一过程中，年内出现大规模不良风险暴露的可能性很低**，一是因为原有项目贷款的续期投放，项目的现金流依然得以维持；二是项目贷款的周期通常较长，平均久期大于2年，贷款未到期，本金是否能偿还未到暴露时期；三是从平台贷款的分布看，经济较发达的东部地区占比在6成以上，省市级贷款占比亦在7成左右，地方政府财政实力较强决定了贷款的偿付保证较高；四是在监管机构要求下，银行已开始拆包自查，对于没有切实对应项目的贷款采取要求加提抵押、重组，并适当予以退出。风险提前排查可降低到期的不良风险，在退出过程中可能产生一定的风险暴露，但银行在不良率控制目标下进行，不会对当年利润造成明显影响。

（二）地产贷款压力测试，平均房价抗跌幅 30%

在09年房价快速攀升后，10年国务院连续出台抑制高房价的政策，严格差别化房贷政策成为政策细化、体现针对性的标志。二套房贷认定标准根本性颠覆，新的房贷政策不再以贷款记录来认定，而是以家庭拥有的房屋数量来认定是否为第二套、第三套。其中二套房贷首付比例5成，利率为基准利率的1.1倍；商品住房价格过高、价格上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。除了通过资金链抑制投机外，下一步政策将从加征房产税入手，提高持有成本打击投机囤货（如表3）。

表 3：中国房地产泡沫期间的主要调控措施			
时间	措施	内容	影响
2003 年	关于进一步加强房地产信贷业务管理的通	购买高档商品房、别墅或第二套以上（含	抑制投机需求

	知	第二套) 商品房的借款人, 适当提高首付款比例, 不再执行优惠住房利率规定	
2003 年	关于暂停审批各类开发区的紧急通知	土地市场集中整顿	控制土地供给
2004、2006、2007 年	金融紧缩	上调存款准备金率、加息	银根收紧
2005 年	调整商业银行自营性个人住房贷款政策	取消住房贷款优惠利率	抑制需求
2005 年	营业税调整 二手房缴纳个税	人将购买不足 2 年的住房对外销售的, 应全额征收营业税	抑制投机
2006 年	外资限炒令	加强了对外商投资企业房地产开发经营和境外机构和个人购房的管理	抑制投机
2007 年	关于进一步加强土地供应调控的通知	缩短土地开发周期	扩大供给
2008 年	国务院关于促进节约集约用地的通知	打击房地产开发商囤地行为	增加土地供给
2008 年 11 月	紧缩性政策开始放松	两次下调贷款基准利率和住房公积金贷款利率, 降低利率、降低首付比例	放松银根, 流动性泛滥
2008 年	营业税调整	人将购买不足 2 年的住房对外销售的, 差额征收营业税	促进需求
2009 年末	限制用地项目目录	规定商品住宅用地的宗地出让面积小城市(镇)不超过 7 公顷, 中等城市不超过 14 公顷, 大城市不能超过 20 公顷	防范土地闲置, 缩短开发商占地周期、扩大供给
2009 年末	关于进一步加强土地出让收支管理的通知	开发商拿地首付款比例提高到五成, 且分期缴纳全部价款的期限原则上不超过一年	打击囤地
2010 年	实行差别化购房贷款政策严格, 限制各种名目的炒房和投机性购房/可能开征房产税	上调存款准备金率; 商业银行可根据风险状况, 暂停发放购买第三套及以上住房贷款; 对不能提供 1 年	抑制投机

		以上当地纳税证明或 社会保险缴纳证明的 非本地居民暂停发放 购买住房贷款。	
--	--	--	--

数据来源：广发证券发展研究中心

在政策面前，地产市场出现量缩价平的现象，部分地区和部分楼盘价格出现下降，由于地产的经济引擎作用及其在银行贷款构成中占较大比例，房贷压力测试成为银行预判风险的重要部分。

商业银行压力测试采用“专家判断”法，基本步骤为：1、设定压力情景；2、分析在压力情境下，当借款人现金流和财务成本变动时，对第一还款来源影响程度；3、分析抵押物变现收入覆盖贷款本息情况；4、综合评估判断借款人足额偿还贷款本息能力；5、根据判断对五级分类结果进行调整。银行通常在三种假设情景下对商业银行个人住房贷款、开发贷款、土地储备贷款以及房地产上下游贷款质量的迁徙情况进行检测，具体分为轻度压力环境，即利率上浮27个基点，房价下跌10%；中度压力环境，即利率上升54个基点，房价下跌20%；重度压力环境，利率跳升108个基点，房价下跌30%三类。

其中对个人住房贷款的测试，商业银行需要根据住房重估价格、借款人及其家庭收入支出情况等参数值，由分行按照当地的房市变动，借款人行为特征等具体因素测算在三种不同压力情景下，上升的贷款利率对借款人贷款月均还款额的影响，重新计算存量借款人在不用压力情况下的偿债能力，由银行根据经验值确定安全警戒线，超过安全线以上的贷款存在违约风险。同时，银行需要对房产价值进行重新评估，在房产初始评估价格的基础上，对最新房产市场价格进行测算，结合房产变现能力，考虑在三种压力变动情况下，房价下跌对贷款房价比率的影响，抵押物变现收入能否足额覆盖贷款本息。

对于房地产开发贷，监管机构则要求预测房地产价格下跌和基准利率上升对企业还款能力带来的影响。分析房地产价格下跌后抵押物变现收入能否足额覆盖贷款风险敞口。

对于土地储备贷款，监管机构要求商业银行分析土地或房产抵押的价格下跌对抵押物价格变动的影响程度。重点分析房地产价格下跌，抵押物变现收入能否足额覆盖贷款本息，并结合抵押物变现难易程度、是否存在“悬空”风险等情况。

综合各家银行的压力测试结果看，在中度压力环境下，银行按揭贷款不良率上升幅度低于1%，开发贷不良率上升幅度低于2%，整体贷款不良率上升幅度低于0.6%。在重度压力情况下，2010年以来新发放的按揭贷款压力较大，理性违约比例会上升；开发贷对应的抵押物价值仍基本能够覆盖本息，但个别企业在持续重度压力下，预期销售资金回笼将受到一定程度影响。总而言之，银行对房价平均下跌30%尚有风险把控能力。

从08年房价大幅调整的情况亦可看出，银行对于房价调整具有一定抵御能力。在07年房价快速上涨，08年房价大幅回落，部分高房价地区房价降幅达30%，也有部分地区发生违约事件的情况下，银行的地产开发贷和按揭贷款的不良额和不良率的变动均较为平稳，不良率在贷款增长、分母扩大的情况下出现下降或略微上升（如图11、图13）；不良额的变动

亦可控，其中按揭贷款的波动较开发贷大些（如图10、图12）。相比于08年的房价调整，10年的政策期望房价稳中回落，但由于09年信贷大量投放带来较宽松的资金面，且地产供给未提升，上半年房价出现松动但仍未明显回落。我们预期即便下半年房价出现回落，银行地产类相关贷款的风险依然在可控范围内。

图10：08年房价调整，地产开发贷不良额表现平稳

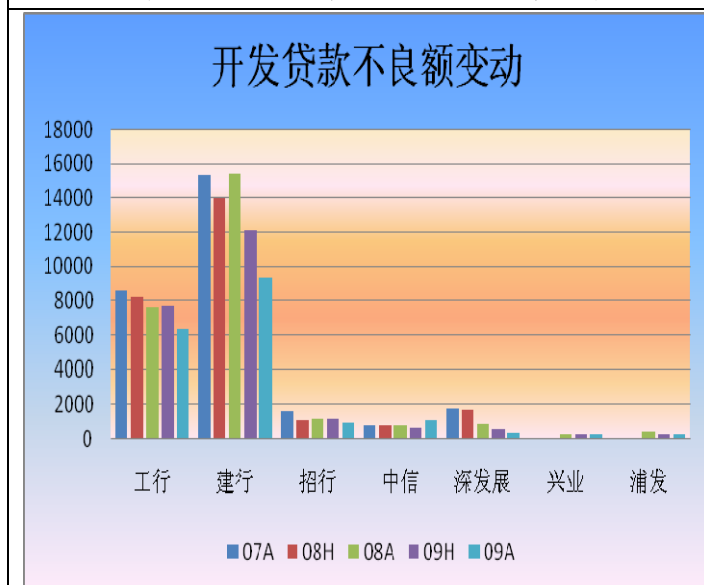


图11：08年房价调整，开发贷不良率在贷款增长下趋降

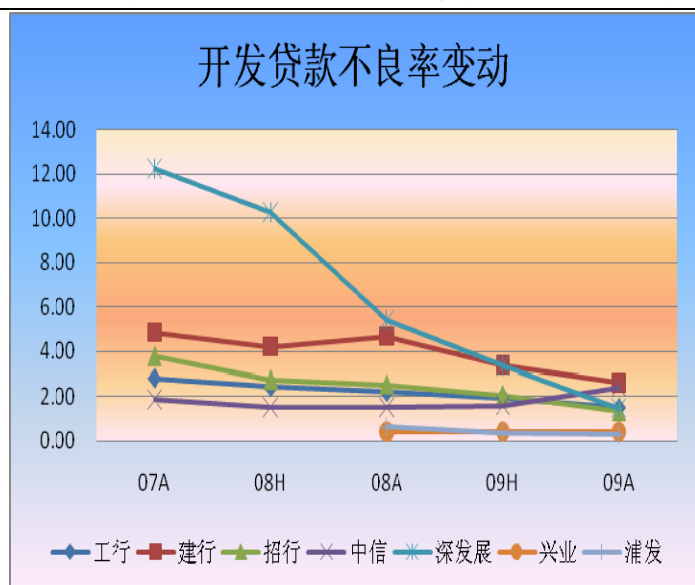


图12：08年房价调整中，按揭贷款不良额波动相对较大

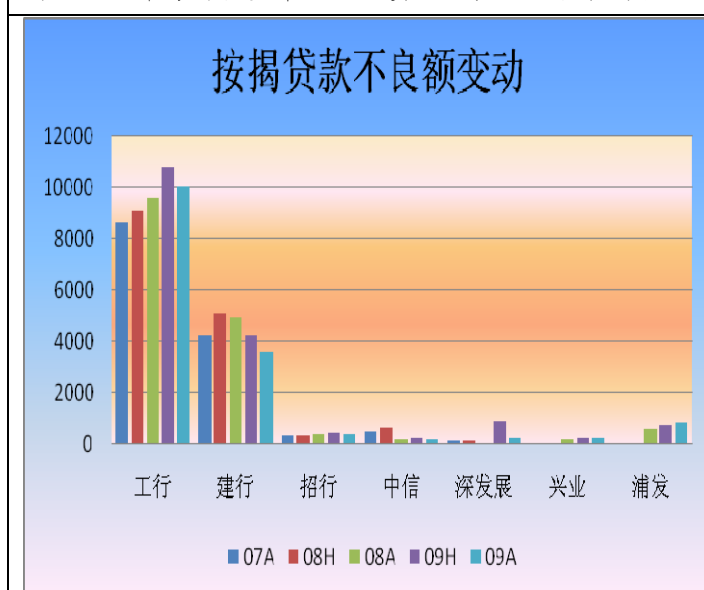
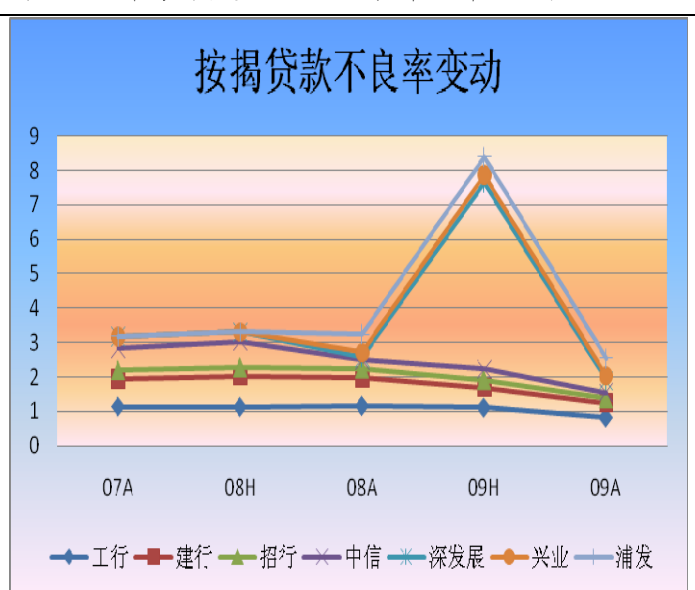


图13：08年房价调整，按揭不良率上升后回落



数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

（三）逆周期风险管理未雨绸缪

在近年资产状况持续改善下，银行的不良率等指标已处于历史低位，长期保持较低的不良率对于银行来说较为不易，我们认为年内不良贷款可能出现小幅反弹，但整体风险将随经济回暖得到缓释。

从外部发展环境看，国际上主权债务危机影响扩散、贸易摩擦加剧及各国刺激政策退出等不确定因素会对我国经济发展产生重要影响。而国内经济发展方式转变和经济结构调整，也给经济复苏带来不确定色彩。从银

行信贷投放角度讲，倡导有保有压，即加大信贷对经济社会薄弱环节、就业、节能环保、战略性新兴产业、产业转移等方面的支持，加大对支农贷款和中小企业贷款的支持力度，保证重点建设项目贷款需要；同时严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款，执行好差别化房贷政策。从银行监管角度讲，尽管2010年银行利润增长确定性很高，逆周期管理依然具有重要意义。

在逆周期管理思想下，经济向好时期资产的风险程度下降，加权风险资本系数下降，严格资本充足率和拨备覆盖率，可体现银监会未雨绸缪的理念，一方面为大量项目贷款投放可能隐含的信贷风险做准备，从长远看亦可认为是为利率市场化的推行打下基础。因此，在众多银行进行融资方案的同时，银监会亦要求银行建立和完善资本后续补充机制、中长期资本补充规划和商业发展规划，保持贷款增长的可持续性。与此同时，严格执行差别化房贷政策，加强地方融资平台公司贷款风险管理，持续提升拨备覆盖率。

综合以上分析，我们认为中国经济可能出现阶段性的波动，但整体实现平稳过渡的可能性较大。在这一过程中，出现大规模不良风险暴露的可能性很低。从未来两三年看，在逆周期监管下的中国银行业具备抵御风险的能力。

五、2010 年中期投资策略

（一）投资策略及风险提示

我们认为，就流动性角度而言，拐点之后的 2010 年，全年看行业难有大的表现机会。展望下半年，预期政策将转入观察期，出口增速回落但依然好于 09 年；平台贷款排查和地产贷款压力测试在 6 月末后告一段落，拨备计提将于 9 月末前完成；农行 7 月上市后行业融资压力基本释放，困扰银行股的负面因素即将尘埃落定。当前行业从估值角度看具备安全边际，从中长期看具备投资价值，但短期在内忧外患下股价缺乏刺激因素，虽存阶段性相对收益，但难有持续的良好表现。我们下调行业评级为“持有”，建议在 3 季度下旬可逐渐加仓。良好的中报业绩有望对股价形成阶段性推动，加息预期的提前反应亦可成为股价上涨的催化剂。

选股思路上，从防御性角度，推荐招行、浦发、民生、华夏、交行，反弹期可关注兴业、宁波。

风险提示方面，经济复苏阶段存在较高不确定性，由此带来的政策风险及资产质量下行风险需持续关注；此外，存在加息方式未达预期的风险。

（二）个股投资选择

1、盈利预测

在未考虑加息因素的情况下，预计 2010 年行业平均净利润增速为 20.08%（如表 4）。

表 4：上市银行盈利预测表											单位：亿元
	评级	股价	净利润			EPS（元）			PE		
		10-6-11	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工行	持有	4.17	1293.50	1492.96	1780.68	0.37	0.43	0.51	11.30	9.79	8.21
建行	买入	4.80	1068.36	1243.31	1523.00	0.46	0.53	0.65	10.50	9.02	7.37
中行	持有	3.55	853.49	990.05	1148.46	0.34	0.39	0.45	11.82	9.95	8.27
交行	买入	6.38	302.11	397.05	506.76	0.54	0.70	0.90	11.90	9.05	7.09
民生	买入	6.19	121.08	128.34	162.23	0.54	0.58	0.73	11.38	10.74	8.49
浦发	买入	13.82	132.15	171.06	209.11	1.20	1.55	1.89	11.54	8.92	7.29
兴业	买入	23.27	132.82	178.05	230.35	2.21	2.97	3.84	10.51	7.84	6.06
招行	买入	12.73	182.35	264.35	363.74	0.83	1.20	1.65	15.35	10.59	7.70
中信	持有	5.45	145.60	186.63	250.90	0.37	0.48	0.64	14.61	11.40	8.48
深发展	持有	17.15	50.31	66.86	90.39	1.36	1.81	2.45	12.58	9.47	7.00
华夏	适度关注	10.88	37.60	56.40	76.14	0.75	1.13	1.53	14.44	9.63	7.13
北京	买入	12.07	56.33	74.40	95.67	0.90	1.19	1.54	13.34	10.10	7.86
南京	适度关注	10.14	16.97	22.32	30.35	0.80	1.06	1.44	12.62	9.60	7.06
宁波	买入	11.07	14.57	20.39	28.96	0.51	0.71	1.00	21.90	15.65	11.02
均值			4407.24	5292.18	6496.74				11.37	9.47	7.72

数据来源：银行财报、广发证券发展研究中心

注：预测均已考虑融资摊薄效应。

表 5：上市银行监管指标与财务比率（2010/1Q）										单位：%，元/股
证券简称	ROAA	ROAE	资本充足率	核心资本充足率	不良贷款率	拨备覆盖率	成本收入比	EPS	BPS	
深发展 A	29.65	1.05	8.66	5.46	0.63	187.53	41.25	0.51	7.12	
浦发银行	23.44	1.00	10.16	6.86	0.71	273.63	35.05	0.36	6.29	
华夏银行	16.91	0.60	10.20	6.84	1.50	166.84	46.96	0.26	6.33	
民生银行	18.90	1.18	10.83	8.92	0.80	219.05	38.20	0.19	4.16	
招商银行	22.40	1.11	11.53	7.83	0.74	272.26	35.09	0.27	5.48	
兴业银行	26.90	1.15	10.63	7.59	0.53	261.39	30.74	0.68	10.30	
交通银行	24.70	1.23	11.73	8.12	1.27	155.25	24.72	0.21	3.57	
工商银行	23.86	1.37	11.98	9.58	1.35	179.76	27.82	0.12	2.15	
建设银行	24.51	1.43	11.44	9.17	1.35	192.16	27.09	0.15	2.53	
中国银行	19.81	1.18	11.09	9.11	1.30	172.09	28.19	0.10	2.14	
中信银行	16.40	1.00	9.34	8.31	0.84	170.08	36.18	0.11	2.75	
宁波银行	19.92	1.15	10.88	9.07	0.71	187.47	40.99	0.20	4.10	
南京银行	18.99	1.45	12.15	11.12	1.15	187.77	25.20	0.25	5.32	
北京银行	21.61	1.52	14.35	12.38	0.82	246.70	22.51	0.34	6.41	

数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

注：1、未披露 1 季度数据的，黄底为 09 年末数据；2、EPS、BPS 经最新股本调整。

2、投资看点与风险提示

表6: 公司评级、投资看点与风险提示		
银行名称	评级	投资看点与风险提示
工商银行	持有	投资看点: 1、项目储备较好, 贷款需求较有保障, 此类贷款收益率不高但风险较低; 2、经营审慎, 贷存比低, 资产配置较为稳健, 活期存款占比高; 3、成本控制能力较好; 4、从长期看, 金融科技水平的领先将在很大程度上提升工行的未来竞争力。
		风险提示: 关注其项目贷款质量及信用卡不良贷款情况。
建设银行	持有	投资看点: 1、贷款结构较优, 新增贷款中近六成为基础设施贷款; 2、中间业务发展较好, 零售业务具发展优势; 3、风控理念较强, 追求风险可控的信贷稳步扩张; 4、在国有大行中拨备覆盖率最高, 拨备计提压力较小; 5、参股幸福人寿待批, 有望实现多元化发展。
		风险提示: 关注其项目贷款质量及信用卡不良贷款情况。
中国银行	持有	投资看点: 1、重点放在国内业务, 贷款业务增速较快, 市场占有率提升; 2、外币资产拨备较充分, 计提拨备压力减小; 3、结算业务受益于进出口复苏。
		风险提示: 信贷大量投放带来风控压力。
交通银行	买入	投资看点: 1、定位日趋明确, 属于大行中贝塔值较高的品种; 2、首单参股保险机构, 集团的综合金融平台优势及 10 年世博会使其中间业务具有发展潜力; 3、提倡降本增效, 实行费用控制; 4、与汇丰的战略合作关系良好。
		风险提示: 建议关注其资产质量变化和存款吸收。
兴业银行	买入	投资看点: 1、配股完成后, 信贷保持稳定增长; 2、1 季度主动负债降低了息差弹性, 2 季度起反弹持续; 3、不良率降至上市银行最低, 拨备覆盖率为上市银行高位, 有望反哺利润; 4、费用控制灵活, 近 7 成薪酬开支与效益挂钩; 5、顺应节能减排, 能效金融成为公司金融的亮点;
		风险提示: 地产类贷款占比较高, 容易受地产股调整影响。
浦发银行	买入	投资看点: 1、引入中移动作为战投, 解决融资问题同时带来业务转型等丰富想象空间;

		2、与上海市政府关系良好，受益于上海“两个中心”建设，贷款需求较有保障； 3、经营风格稳健，拨备计提审慎； 4、资产负债结构在加息周期中弹性较大； 风险提示： 建议关注其融资进展和存款吸收状况。
招商银行	买入	投资看点： 1、经营压力最大的时期已过，10年各项业务复苏，同比有望快速增长； 2、存款活期化明显，息差见底回升，资产负债结构在加息周期中弹性较大； 3、风险控制良好，拨备计提充分，存在反哺利润的空间； 4、从长远看，利率市场化、金融脱媒是中国银行业未来的发展趋势，招行的业务结构及战略目标符合这一趋势，具有一定的战略领先地位。 风险提示： 建议关注其资产质量变化和存款吸收。
民生银行	买入	投资看点： 1、率先完成资本补充，未来业绩发展较有保障； 2、市场化程度较高，经营机制灵活，商贷通为10年业务亮点，有望提升息差； 3、近年来，资产质量保持稳定。 风险提示： 1、公司方面改革较多，费用支出加大，效果和利益协调上有待观察； 2、贷存比较高，存款吸收可能引起息差波动
深发展	适度关注	投资看点： 1、平安参股，有利于其长期发展； 2、体制较为灵活，管理层及员工执行力度较强； 3、大规模剥离不良后，负担小，有利于业绩增长。 风险提示： 1、定向增发后，平安持有的二级市场股份存在减持压力； 2、贷存比较高，存款吸收可能引起息差波动。
中信银行	适度关注	投资看点： 1、资本充足率为股份制银行中最充足，短期无融资压力； 2、资产负债结构在加息中较有利，有望受益于2010年加息预期； 3、收购中信国金，长期具有战略协同效应。 风险提示：1、需关注其贷款需求状况及资产质量变化。 2、贷存比较高，存款吸收可能引起息差波动。
华夏银行	买入	投资看点： 1、历史不良拨备计提已基本完成，信贷成本改善空间较大 2、资产负债结构在加息中较有利，有望受益于2010年加息预期； 3、估值相对较低，具有一定优势。 风险提示： 1、资本充足率接近监管要求，近期存在再融资压力； 2、发展战略不甚清晰，经营机制有待改善。
北京银行	适度关注	投资看点： 1、相比同业，资本充足率较高，当前估值具优势； 2、地处首都北京，客户主要是北京地区的政府机构和大型国企，企业较强的议

		价能力使得北京银行的利差水平在同业中偏低，但同时贷款的风险较小； 3、外资股东荷兰国际集团(ING)为第一控股股东，借助其平台申请收购太保所持的 50%太平洋安泰人寿股权，可实现多元化经营。
		风险提示： 1、相比同业，业绩弹性较小； 2、中期存在小非减持压力。
南京银行	适度关注	投资看点： 1、近两年信贷投放较快，市占率有所提高； 2、主要客户是与当地大中型企业、军工、高校等配套的中小企业，贷款集中度较低，风险较为分散； 3、债券投资占比高，对资本金占用较少，有望保持较高的分红水平。
		风险提示： 1、高速放贷使得资本充足率下降较快，持续性较低； 2、关注类贷款占比较高，需警惕该类贷款向下迁徙。
宁波银行	适度关注	投资看点： 1、在贷款议价能力上具有较强的优势，息差弹性较高； 2、在贷款需求、议价能力、资产质量多方面受益于进出口复苏； 2、在扩张中坚持服务中小企业，适应市场需求主动创新，中间业务发展较快； 3、业绩弹性较高，但当前估值水平也较高，建议逢低关注。
		风险提示： 1、进出口反弹速度未达预期； 2、不良风险滞后反应。

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

银行业(010901)	沐华	2010-04-27
银行业 2010 年二季度投资策略	沐华	2010-03-23
银行业(010901)	沐华	2010-02-21
银行业(010901)	沐华	2010-01-28
银行业(010901)	沐华	2010-01-13

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。