

政策大环境与行业小气候

——银行业 2010 年第四季度投资策略

报告日期：2010 年 9 月 17 日

分析师

程宾宾, CFA

☎0755-83511215 ✉cbb@cgws.com

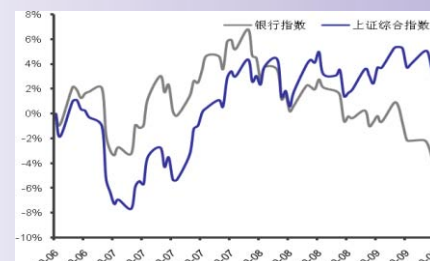
执业证书编号：S1070210070008

投资评级：中性（维持）

重点公司盈利预测及评级

股票简称	09EPS	10EPS	09PE	10PE	评级
宁波银行	0.58	0.88	21.0	13.8	中性
兴业银行	2.66	3.14	8.61	7.29	中性
招商银行	1.02	1.33	12.55	9.61	推荐
工商银行	0.39	0.47	10.18	8.41	推荐
民生银行	0.41	0.54	12.08	9.25	中性
建设银行	0.46	0.55	9.83	8.19	推荐

行业表现



相关报告

要点:

- **基本逻辑。**银行业盈利的高速增长与低估值矛盾从 2009 年以来一直延续，今年表现的尤为明显。我们试图从银行业的小气候与政策的大环境之间的关联揭示这一背离的原因。我们认为息差的保护、资产的扩张是支持业绩高速增长的主要原因，但是在政策大环境的影响下这一模式已经出现拐点，在新的盈利增长模式未出现之前，银行的低估值不难理解。
- **当前盈利分析。**2010 年中期，银行业整体净利润增长 41.74%，在各板块中处于领先地位。主要驱动因素包括息差扩大、生息资产规模扩张、拨备下降，延续了 2006 年以来的增长模式。不过，中间业务依旧保持了较高速度的增长，同时部分银行已经将资产配置重点由贷款向债券及同业业务转移，我们认为长期来看这是比息差扩大更值得关注的亮点。
- **行业小气候。**在 2010 年 4 季度，行业业绩仍将维持不错的增长态势。不过 4 季度的增长很大程度上要归功于此前规模增长所打下的基础、大环境造成的低拨备压力。实际上，行业整体面临贷款规模增长逐渐放缓、息差扩大动力不足两大因素。业绩的拐点已经初步显现。
- **政策大环境：**政策的大环境已经逐渐转向不利于银行业发展的轨道上来，包括：通货膨胀带来的不对称加息压力、新的资本充足率要求、新的拨备要求等。短期压力最大的是新拨备要求，按照新规定，上市银行共有 810 亿拨备缺口。如果要求未达标银行必须在 2010 年达标，那对上市银行盈利的负面影响平均在 30%左右。
- **行业评级和投资策略：**短期来看，“规模增长+息差保护”模式所带来的业绩增长已经逐渐出现拐点，在此基础上的估值优势不再具有说服力。在此逻辑下，4 季度我们对银行股仍持相对谨慎态度，认为银行股仍难以有较大机会，在配置上建议偏重工商银行、建设银行、工商银行等业绩受政策大环境影响相对较小的个股。
- **风险提示：**银行业业绩在 2010 年可能低于预期。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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

一、当前银行盈利状况分析.....	3
1、净利润高速增长.....	3
2、息差与规模推动净利润增长.....	4
3、盈利与资产结构分析.....	5
二、行业小气候.....	6
1、规模增长或风光不在.....	6
2、息差反弹的基础已经变得非常脆弱.....	8
三、政策大环境.....	9
新拨备政策带来长期盈利压力.....	10
四、投资策略.....	12

一、当前银行盈利状况分析

1、净利润高速增长

净利润收入全面高速增长。2010 年中期报告显示上市银行净利润同比增长 41.74%，其中大型银行、股份制银行、城商行同比分别增长 27.68%、44.55% 和 58.93%。由于调控政策限制，贷款未能实现进一步高速增长，即便如此上市银行净利息收入仍旧实现了 39.37% 的同比增长，其中大型银行、股份制银行、城商行分别同比增长 23.96%、45.94%、44.60%。

表 1：上市银行 2010 年中期业绩同比增长

	同比				环比			
	上市行	大行	股份制	城商行	上市银行	大型银行	股份制	城商行
利息收入	26.24%	12.93%	24.06%	49.09%	8.77%	7.31%	9.69%	8.56%
利息支出	12.81%	-1.82%	1.66%	58.33%	8.91%	6.23%	10.55%	8.65%
净利息收入	39.37%	23.96%	45.94%	44.60%	8.65%	7.90%	8.96%	8.92%
手续费净收入	45.07%	32.51%	55.30%	37.96%	11.47%	-3.07%	19.09%	13.07%
其他营业收入	-9.22%	-38.43%	-29.83%	77.83%	17.50%	-26.06%	-17.24%	156.63%
非利息净收入	19.22%	19.17%	7.86%	45.78%	8.87%	-6.83%	9.71%	27.84%
营业收入	33.27%	22.81%	34.52%	44.33%	7.82%	4.21%	8.25%	11.62%
营业税金	27.48%	18.98%	27.20%	39.45%	9.32%	4.95%	9.99%	13.58%
营业费用	36.05%	20.40%	37.79%	52.84%	9.59%	14.38%	2.46%	19.82%
营业支出	33.45%	20.07%	35.12%	47.36%	9.32%	12.66%	3.58%	18.26%
拨备前利润	34.75%	24.35%	35.80%	46.15%	9.30%	0.11%	12.75%	13.51%
拨备	244.27%	-0.15%	504.49%	-36.99%	-3.96%	7.84%	15.88%	-66.00%
税前利润	43.83%	28.28%	46.45%	58.44%	10.40%	-0.42%	16.40%	10.84%
所得税	54.51%	30.39%	53.89%	88.12%	7.66%	-0.43%	17.60%	-4.76%
净利润	41.74%	27.68%	44.55%	53.93%	11.14%	-0.42%	16.26%	14.62%

数据来源：长城证券

多家银行业绩超市场预期。分公司来看，招行、华夏、宁波、南京业绩超出市场预期。净利润增长分别为 59.80%、80.60%、78.80%、49.50%。净利息收入方面民生、南京、宁波同比增速超过 50%，华夏更高达 89.60%。



表 2: 各行业业绩同比增长

	工行	建行	中行	交行	招行	中信	兴业	浦发	民生	深发	华夏	北京	宁波	南京
利息收入	10.30%	6.70%	16.30%	18.50%	24.50%	28.10%	33.70%	10.10%	28.60%	9.00%	34.40%	27.70%	64.60%	55.00%
利息支出	-8.00%	-6.20%	6.70%	0.20%	0.00%	6.70%	21.20%	-15.50%	-1.50%	-0.80%	1.40%	21.70%	92.30%	61.00%
净利息收入	23.50%	15.00%	22.90%	34.40%	41.50%	42.20%	45.60%	34.60%	51.70%	16.40%	89.60%	31.40%	50.90%	51.50%
手续费净收入	33.00%	43.60%	23.30%	30.10%	32.30%	30.40%	64.90%	71.30%	96.20%	56.80%	35.20%	46.70%	23.70%	43.50%
其他营业收入	-66.50%	-63.00%	-17.40%	-6.80%	-38.70%	-3.40%	12.20%	55.50%	-104.40%	-38.70%	-91.40%	20.80%	196.10%	16.50%
非利息净收入	17.80%	24.00%	12.80%	22.10%	7.60%	21.30%	50.70%	67.30%	-37.20%	1.60%	-56.30%	39.00%	68.40%	29.90%
营业收入	22.20%	16.90%	20.00%	32.10%	33.00%	39.20%	46.30%	37.40%	22.40%	14.20%	49.20%	32.00%	53.60%	47.40%
营业税金	16.90%	9.80%	22.30%	26.90%	31.10%	35.10%	26.50%	12.50%	43.30%	16.20%	25.70%	7.90%	73.30%	37.10%
营业费用	16.30%	12.40%	16.90%	36.00%	10.80%	34.10%	32.30%	83.90%	37.40%	22.00%	44.20%	70.10%	29.70%	58.80%
营业支出	16.40%	12.00%	17.70%	34.20%	13.20%	34.30%	31.20%	66.30%	38.30%	21.10%	41.40%	52.00%	35.30%	54.80%
拨备前利润	25.50%	19.60%	21.30%	31.00%	51.10%	42.30%	57.30%	22.40%	11.70%	8.20%	57.70%	24.30%	70.40%	43.80%
拨备	-5.10%	-23.40%	-1.30%	29.10%	-8.60%	25.00%	3594.40%	-21.10%	-20.60%	-55.30%	17.60%	-95.90%	-21.00%	5.90%
税前利润	29.10%	27.20%	25.40%	31.40%	67.30%	44.80%	41.20%	31.70%	21.30%	32.10%	86.80%	33.50%	89.00%	52.80%
所得税	34.60%	28.80%	24.10%	34.10%	99.70%	44.70%	42.40%	24.70%	21.90%	35.70%	108.20%	33.40%	162.00%	69.00%
净利润	27.60%	26.80%	25.80%	30.70%	59.80%	45.40%	40.80%	33.90%	20.20%	31.20%	80.60%	33.50%	78.80%	49.50%

数据来源: 长城证券

2、息差与规模推动净利润增长

根据我们的测算, 上市银行净利润增长主要来自生息资产规模、净息差扩大、拨备减少三方面。其贡献分别为 12.36%、27.02%和 9.08%。其中大型银行由于生息资产基数庞大、增长有限, 因此净利润增长更依赖净息差的提升, 规模、息差、拨备的贡献分别为 6.52%、17.44%和 3.93%。股份制银行由于存贷比考核限制, 贷款增长缓慢, 因此生息资产增长也不明显, 其净利润的增长同样依赖净息差的扩大。由于股份制银行息差弹性较大型银行大, 因此净息差对净利润增长的贡献为 35.63%, 规模和拨备的贡献为 10.31%和 10.65%。城商行上半年贷款投放势头依旧相对较快, 因此规模增长仍是利润提高的第一驱动因素, 其贡献为 24.91%。

表 3: 上市银行 2010 年中期利润增长拆分

	同比				环比			
	上市银行	大型银行	股份制	城商行	上市银行	大型银行	股份制	城商行
规模	12.36%	6.52%	10.31%	24.91%	3.98%	0.49%	5.04%	6.15%
净息差	27.02%	17.44%	35.63%	19.69%	4.67%	7.41%	3.92%	2.77%
非息收入	-6.10%	-1.15%	-11.42%	-0.27%	-0.83%	-3.69%	-0.71%	2.70%
成本	1.47%	1.54%	1.28%	1.82%	1.48%	-4.10%	4.50%	1.89%
拨备	9.08%	3.93%	10.65%	12.29%	1.10%	-0.53%	3.65%	-2.67%
税收	-2.08%	-0.60%	-1.90%	-4.51%	0.74%	0.00%	-0.14%	3.78%
合计	41.74%	27.68%	44.55%	53.93%	11.14%	-0.42%	16.26%	14.62%

数据来源: 长城证券

分公司来看, 息差贡献最明显的是招行、民生、华夏, 分别为 32.15%、

43.99%和 80.90%；而规模贡献相对明显的是宁波和南京，分别为 33.48%和 30.74%。

表 4: 各银行 2010 年中期利润增长拆分

	工行	建行	中行	交行	招行	中信	兴业	浦发	民生	深发	华夏	北京	宁波	南京
规模	5.92%	6.18%	8.11%	5.87%	9.31%	13.78%	20.36%	4.93%	7.73%	7.38%	8.69%	10.50%	33.48%	30.74%
净息差	17.58%	8.79%	14.83%	28.55%	32.15%	28.43%	25.26%	29.62%	43.99%	9.05%	80.90%	20.91%	17.44%	20.72%
非息收入	-1.26%	1.97%	-2.97%	-2.34%	-8.46%	-3.01%	0.65%	2.82%	-29.33%	-2.25%	-40.37%	0.63%	2.67%	-4.10%
成本	3.22%	2.68%	1.35%	-1.09%	18.12%	3.08%	11.01%	-15.00%	-10.72%	-5.97%	8.47%	-7.76%	16.78%	-3.56%
拨备	3.64%	7.60%	4.07%	0.41%	16.21%	2.55%	-16.13%	9.30%	9.60%	23.92%	29.09%	9.24%	18.61%	9.01%
税收	-1.56%	-0.47%	0.38%	-0.74%	-7.52%	0.52%	-0.34%	2.26%	-1.04%	-0.95%	-6.20%	-0.06%	-10.18%	-3.28%
合计	27.55%	26.75%	25.77%	30.66%	59.80%	45.35%	40.82%	33.92%	20.23%	31.16%	80.57%	33.47%	78.80%	49.53%

数据来源：长城证券

3、盈利与资产结构分析

受债券承销、信用卡业务、代理业务的推动，上市银行的手续费业务收入普遍较去年实现了较大幅度的增长。在此因素影响下，手续费收入在营业收入中所占比重仍持续上升：大型银行由 2009 年的 17.50%上升至 19.81%；股份制银行由 2009 年的 9.52%上升至 11.15%；城商行出现了一定幅度的下降，由 2009 年的 8.45%下降至 8.26%，主要是由于相比手续费收入其净利息收入实现了更高速的增长。

我们认为这种渐进的结构改变是上市银行收入结构中最大的亮点，也是未来银行发展的方向，可以增强银行抵御加息、资产质量问题等风险的能力。

表 5: 上市银行营业收入结构分析

	1Q10				1H10			
	上市银行	大型银行	股份制	城商行	上市银行	大型银行	股份制	城商行
净利息收入	83.53%	76.26%	86.21%	87.00%	83.81%	77.61%	86.45%	85.93%
手续费净收入	12.97%	20.65%	10.55%	8.38%	13.00%	19.81%	11.15%	8.26%
其他非息收入	3.49%	3.09%	3.24%	4.61%	3.19%	2.58%	2.41%	5.81%
非息收入	16.47%	23.74%	13.79%	13.00%	16.19%	22.39%	13.55%	14.07%
	Y08				Y09			
	上市银行	大型银行	股份制	城商行	上市银行	大型银行	股份制	城商行
净利息收入	85.67%	83.92%	86.40%	86.28%	84.21%	78.74%	85.62%	88.23%
手续费净收入	9.65%	13.13%	8.42%	7.89%	11.57%	17.50%	9.52%	8.45%
其他非息收入	4.68%	2.95%	5.18%	5.83%	4.22%	3.76%	4.86%	3.32%
非息收入	14.33%	16.08%	13.60%	13.72%	15.79%	21.26%	14.38%	11.77%

数据来源：公司中报 长城证券



由于贷款投放受限制，部分上市银行在今年将更多的资源投向了债券和同业资产。其中城商行同业资产的比重由 21.72% 上升至 29.62%；股份制银行同业资产比重由 27.59% 上升至 30.24%。未来如果贷款受到政策方面的限制，如加提一般损失准备、总量控制，同业及债权资产在生息资产中的比重还将持续提升。

表 6：上市银行生息资产结构分析

	Y07				Y08			
	上市行	大行	股份制	城商行	上市行	大行	股份制	城商行
贷款	52.18%	49.74%	56.39%	45.59%	51.84%	48.16%	55.92%	47.22%
同业	25.23%	18.55%	29.13%	25.02%	27.05%	23.09%	29.50%	26.62%
债券	17.27%	19.03%	15.88%	18.17%	20.62%	26.75%	14.75%	26.15%
	Y09				1H10			
	上市行	大行	股份制	城商行	上行	大行	股份制	城商行
贷款	55.19%	52.66%	57.60%	51.71%	53.92%	52.17%	58.60%	45.92%
同业	24.49%	21.37%	27.59%	21.72%	27.37%	22.00%	30.24%	29.62%
债券	20.31%	25.97%	14.80%	26.58%	19.37%	25.83%	12.57%	24.46%

数据来源：公司数据 长城证券

二、行业小气候

1、规模增长或风光不在

2010 年上半年上市银行生息资产同比增长 24.71%，其中大行、股份制银行、城商行同比分别增长 13.04%、20.62% 和 49.81%。股份制银行及城商行同业及投资的增速显著高于贷款增速，其中股份制银行贷款同比增长 15.27%，而同业和投资则分别增长 46.33% 和 15.46%；城商行贷款增长 40.92%，同业和投资分别增长 93.62% 和 62.11%。

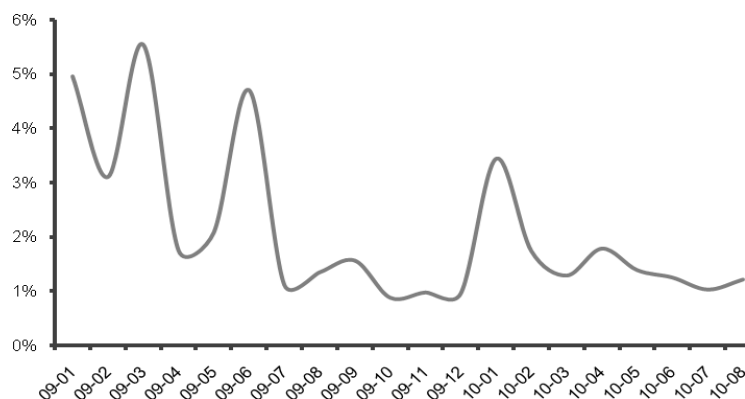
表 7: 上市银行生息资产变动情况

	环比				同比			
	上市银行	大行	股份制	城商行	上市银行	大行	股份制	城商行
贷款	4.88%	4.88%	4.82%	5.12%	22.37%	20.89%	15.27%	40.92%
同业	26.90%	29.25%	32.57%	36.00%	43.56%	1.16%	46.33%	93.62%
存放央行	9.41%	9.78%	10.17%	11.28%	40.98%	25.53%	44.36%	53.70%
存放同业	23.24%	27.64%	31.13%	34.29%	131.79%	160.07%	64.93%	250.08%
拆放同业	29.76%	27.00%	33.68%	35.12%	67.26%	-6.92%	131.56%	16.14%
买入返售	133.72%	146.95%	163.54%	181.80%	93.22%	-46.09%	94.57%	275.84%
投资	3.01%	2.76%	2.85%	3.80%	24.19%	11.03%	15.46%	62.11%
交易性	16.24%	14.62%	10.05%	12.26%	-15.43%	-9.24%	-3.55%	-47.44%
可供出售	6.45%	6.63%	7.80%	8.20%	13.96%	12.50%	6.40%	33.52%
持有到期	7.22%	4.54%	4.30%	6.44%	26.48%	31.77%	23.86%	25.52%
应收款项	-6.09%	-2.84%	-2.66%	-3.40%	277.50%	-11.67%	56.05%	1032.14%
生息资产余额	7.95%	8.31%	9.19%	10.20%	24.71%	13.04%	20.62%	49.81%

数据来源: 长城证券

由于 8 月份贷款增速略超预期, 导致贷款环比在 8 月份略有抬头。我们认为这主要是上半年部分贷款需求被转移的结果, 并不能改变贷款环比增速在接下来的几个月中将持续下滑的态势。一方面, 各行在贷款政策方面仍旧相对谨慎; 另一方面, 地方融资平台、地产开发贷款等传统贷款大户需求仍不见恢复。

图 1: 贷款余额同比增速由 42%下降至 18.95%



数据来源: 人民银行、长城证券研究所

受上述因素影响, 贷款同比增长势必逐月下降。实际上, 从去年 11 月份以来这种态势一直在延续: 2009 年 11 月份贷款同比增长 42.54%, 2010 年 8 月份该数据已经下降至 18.95%。假设贷款在 9-10 月份均保持 1.25% (6 月份环比增速) 的环比增速, 则全年新增贷款 7.6 亿, 全年贷款同比增长仅 17.91%。对上市银行而言, 这个数字可能更低。

图 2: 贷款余额同比增速由 42%下降至 18.95%

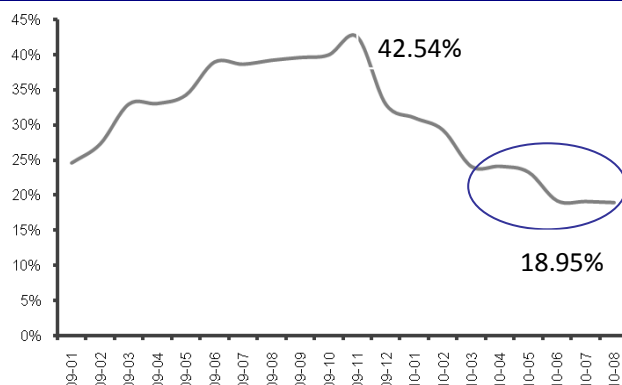
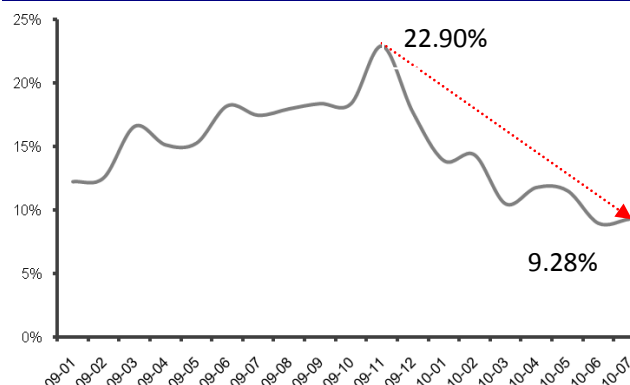


图 3: 短期贷款同比增速由 22%下降至 9.8%

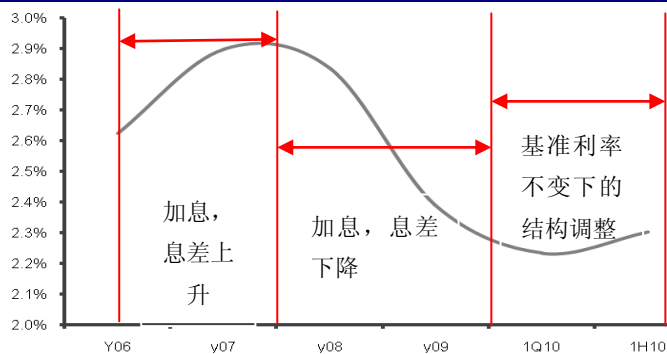


数据来源: 人民银行、长城证券研究所

2、息差反弹的基础已经变得非常脆弱

06 年以来, 上市银行的息差反映了这样一种基本趋势: 2006-2008 期间, 基准利率上调导致息差整体上升; 2008-2009 期间, 基准利率下调导致息差整体回落; 2009 年下半年以生息资产结构调整导致的息差上升。而在 2009 年下半年的结构调整过程中又可以分为两段: 第一阶段, 资产端收益率下降幅度小于负债端成本下降幅度导致的上升; 第二阶段, 资产端收益率上升幅度大于负债端成本上升幅度导致的上升。在第二阶段完成后, 息差的反弹将会变得非常困难。

图 4: 贷款余额同比增速由 42%下降至 18.95%



数据来源: 人民银行、长城证券研究所

图 5: 各行净息差

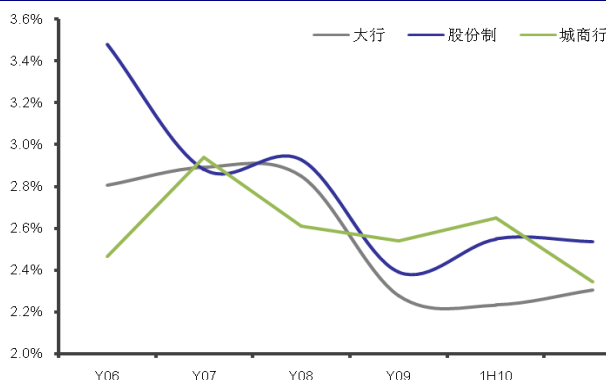
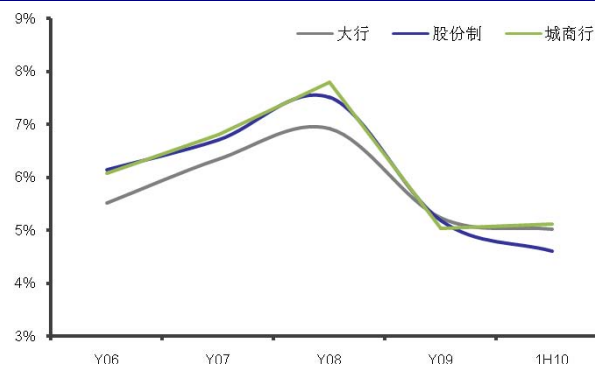


图 6: 各行贷款收益率



数据来源: 人民银行、长城证券研究所

我们认为, 第二阶段已经基本完成: 工、中、建、交四行 2 季度生息资产收益率较 1 季度提高幅度介于 5-15BP, 而同期其负债成本率提升幅度仅 0-7BP, 第二阶段特征明显; 股份制银行中除兴业、民生外, 也表现出了明显的第二阶段特征, 而兴业和民生的例外主要是生息资产结构调整所致, 如不考虑该因素, 预计上述两行也将表现出明显的二阶段特征; 城商行由于对息差相对敏感, 其第二阶段已在 1 季度完成。

表 8: 上市银行息差分析

	工行	建行	中行	交行	招行	中信	兴业	浦发	民生	深发	华夏	北京	宁波	南京
2Q10														
资产端	0.05%	0.12%	0.15%	0.06%	0.07%	0.19%	-0.51%	0.01%	-0.03%	0.08%	0.03%	-0.11%	-0.09%	-0.14%
负债端	0.00%	0.02%	0.07%	0.03%	0.01%	-0.02%	0.11%	0.00%	0.01%	0.05%	0.01%	0.06%	0.03%	0.50%
1Q10														
资产端	-0.13%	-0.43%	-0.22%	-0.16%	-0.09%	-0.19%	0.44%	-0.24%	-0.09%	-0.15%	0.40%	0.07%	0.20%	0.24%
负债端	-0.27%	-0.27%	-0.18%	-0.22%	-0.23%	-0.17%	-0.21%	-0.40%	-0.35%	-0.22%	0.00%	-0.04%	0.16%	-0.15%
4Q09														
资产端	0.03%	-0.03%	-0.10%	0.16%	0.01%	-0.28%	-0.02%	-0.03%	0.09%	-0.09%	0.18%		-0.10%	0.47%
负债端	-0.04%	-0.14%	-0.12%	-0.14%	-0.14%	-0.28%	-0.26%	-0.18%	-0.24%	-0.10%	-0.37%		-0.03%	0.39%

数据来源: 长城证券研究所

在二阶段完成后, 息差将保持相对平稳的状态, 进一步提升存在一定的困难: 一方面, 贷款和需求仍旧存在不对称性, 地产开发贷等高收益类贷款投放不足, 贷款议价无进一步提升空间; 另一方面, 在贷款投放受限制的情况下, 部分银行可能会将更多的资源投向同业、债券等收益率相对较低的资产, 会拉低生息资产收益率, 如前期兴业银行的做法; 另一方面, 存款成本的提升预计还将持续, 尽管存款基准利率没有提升, 但是低利率使得揽存越来越难, 银行可能被迫更多地去争取成本较高的协议存款。

三、政策大环境

对银行而言, 政策面不确定的情况有三: 一是通胀压力带来的加息成本; 二是新巴塞尔协议带来的额外资本缺口; 二是为防范资产质量恶化而采取的更



严格的拨备措施。

新拨备政策带来长期盈利压力

目前国家宏观经济环境面临一定的通货膨胀压力，负利率的状况未能得到有效改善，存在一定的加息预期。我们认为通胀补贴存款能很好地解决上述状况而不会对银行业绩带来较大的压力。新巴塞尔协议的达标期预计在 5 年之后，今年内不会有较大的压力。因此，银行业最大的不确定性在于拨备措施所带来的额外成本。

目前上市银行拨备/贷款比率平均水平在 1.99% 左右，共有 810 亿拨备缺口，其中农行无拨备缺口，华夏、建行拨备缺口相对较小，中行、交行、招行、中信、兴业、浦发、民生、宁波存在较大拨备缺口。

表 9：上市银行拨备情况分析

	工行	建行	农行	中行	交行	招行	中信	兴业	浦发	民生	深发	华夏	北京	宁波	南京
贷款损失准备	(151,990)	(133,409)	(145,753)	(121,718)	(40,828)	(26,337)	(16,491)	(10,846)	(19,540)	(17,234)	(5,136)	(12,197)	(6,049)	(1,189)	(1,639)
单项计提	(41,267)	(42,045)	(55,303)	(37,948)	(27,127)	(5,702)	(5,084)	(1,877)	(2,841)	(4,055)		(3,713)	(1,628)	(130)	(552)
组合计提	(110,723)	(91,364)	(90,450)	(83,770)	(13,701)	(20,635)	(11,407)	(8,969)	(16,700)	(13,179)		(8,484)	(4,421)	(1,059)	(1,087)
不良率	1.26%	1.22%	2.32%	1.20%	1.22%	0.67%	0.81%	0.49%	0.62%	0.79%	0.61%	1.28%	0.76%	0.62%	1.05%
拨备覆盖率	189.81%	204.72%	136.11%	188.44%	161.17%	297.59%	169.92%	278.80%	302.26%	229.42%	224.09%	194.12%	255.13%	205.69%	203.73%
拨备/贷款	2.39%	2.49%	3.16%	2.26%	1.97%	1.98%	1.38%	1.37%	1.86%	1.80%	1.37%	2.49%	1.95%	1.27%	2.15%
额外计提拨备	6870	326		13079	10936	6932	13330	8966	6725	6637	4204	29	1706	1151	268

数据来源：长城证券

如果要求银行必须在 2010 年达标，那对上市银行盈利的负面影响平均在 30% 左右，其中深发展、中信的盈利将减少一半以上。不过我们认为，要求未达标银行（特别是中小银行）在 2010 年达标的可能性不大，更可能的方案是大型银行在 2011-2012 年期间达标；而中小银行在 2015 年前后达标。这样对银行盈利的冲击将相对较小，预计平均在 4%-5% 之间。



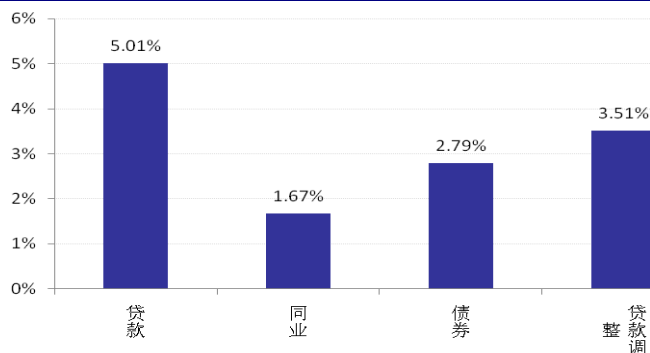
表 10: 拨备新政策对当期利润的影响

	工行	建行	农行	中行	交行	招行	中信	兴业	浦发	民生	光大	深发展	华夏	北京	宁波	南京
利息收入	518,236	411,216	451,532	371,997	138,532	80,812	73,131	67,227	73,516	65,704	53,328	29,387	39,183	21,434	7,467	6,387
利息支出	(217,705)	(171,971)	(179,709)	(181,602)	(59,107)	(27,107)	(29,332)	(29,935)	(29,227)	(24,306)	(24,044)	(14,419)	(18,724)	(8,220)	(2,421)	(3,170)
净利息收入	300,531	239,245	271,823	190,395	79,425	53,705	43,800	37,291	44,289	41,398	29,284	14,968	20,459	13,214	5,046	3,217
手续费净收入	55,147	64,907	49,170	46,013	15,135	10,161	5,071	5,480	2,716	8,927	4,272	1,535	1,572	799	429	559
其他营业净收入	10,295	165	5,958	7,972	2,609	4,628	740	30	(202)	182	1,653	785	2,869	823	91	162
非利息净收入	65,442	65,072	55,129	53,985	17,744	14,789	5,811	5,510	2,514	9,109	5,925	2,320	4,441	1,622	521	722
营业收入	365,973	304,317	326,952	244,380	97,169	68,493	49,611	42,802	46,803	50,507	35,209	17,287	24,900	14,836	5,567	3,939
营业税金及附加	(17,510)	(18,575)	(24,320)	(17,039)	(5,695)	(3,730)	(3,128)	(3,491)	(2,973)	(3,399)	(2,844)	(1,205)	(1,570)	(579)	(300)	(239)
营业费用	(120,771)	(91,295)	(147,128)	(73,314)	(28,179)	(23,973)	(15,379)	(12,841)	(13,573)	(21,034)	(14,048)	(7,261)	(9,960)	(3,412)	(2,030)	(1,182)
营业支出	(138,281)	(109,870)	(171,448)	(90,353)	(33,874)	(27,702)	(18,508)	(16,332)	(16,546)	(24,433)	(16,892)	(8,466)	(11,531)	(3,991)	(2,330)	(1,421)
拨备前利润	227,692	194,446	155,504	154,027	63,295	40,791	31,104	26,470	30,257	26,074	18,316	8,822	13,370	10,845	3,236	2,518
拨备	(19,583)	(30,867)	(37,393)	(34,505)	(9,453)	(4,960)	(4,758)	(2,637)	(3,182)	(6,368)	(2,583)	(929)	(2,574)	(276)	(811)	(418)
税前利润	208,108	163,580	118,111	119,521	53,842	35,831	26,345	23,833	27,075	19,707	15,733	7,893	10,796	10,569	2,425	2,100
所得税	(43,703)	(35,988)	(25,984)	(29,880)	(11,845)	(7,166)	(6,850)	(5,005)	(5,957)	(4,417)	(3,461)	(1,736)	(2,699)	(2,748)	(485)	(322)
净利润	164,406	127,592	92,126	89,641	41,997	28,664	19,496	18,828	21,119	15,289	12,272	6,157	8,097	7,821	1,940	1,778
1H09 拨备	151,990	133,409	145,753	121,718	40,828	26,337	16,491	10,846	19,540	17,234	15,765	5,136	12,197	6,049	1,189	1,639
Y10 拨备	152,650	165,821	149,832	142,964	44,728	27,107	19,014	11,063	20,476	19,406	17,942	5,136	12,643	5,993	1,849	1,765
Y10 拨备/贷款	2.36%	3.04%	3.06%	2.99%	2.01%	1.94%	1.47%	1.36%	1.66%	1.83%	2.23%	1.28%	2.28%	1.72%	1.74%	2.06%
拨备缺口	9,184	Null	Null	Null	10,911	7,874	13,222	9,284	10,311	7,083	2,176	4,880	1,242	2,740	803	380
情景 1: 2010 年年达标																
需计提	9,184	Null	Null	Null	10,911	7,874	13,222	9,284	10,311	7,083	2,176	4,880	1,242	2,740	803	380
对净利润影响	4.19%	Null	Null	Null	19.49%	20.60%	50.86%	36.98%	36.62%	34.75%	13.30%	59.45%	11.51%	26.28%	31.04%	16.02%
情景 2: 2016 年达标																
需计提	1,837	Null	Null	Null	2,182	1,575	2,644	1,857	2,062	1,417	435	976	248	548	161	76
对净利润影响	0.84%	Null	Null	Null	3.90%	4.12%	10.17%	7.40%	7.32%	6.95%	2.66%	11.89%	2.30%	5.26%	6.21%	3.20%

数据来源: 长城证券

不过我们更关注是拨备政策带来的长远影响。由于贷款是存量概念, 即便在不良贷款无新增的前提下, 为保证拨备达标, 理论上每发放一笔贷款即需最少计提 2.5% 的一般损失准备, 而此前所计提的一般损失准备为 1%, 这样的拨备隐含的不良生成率是 16.67%。这一措施将增强商业银行抵抗风险的能力, 特别是目前不良资产占比较低的银行, 但是将人为的降低贷款收益率 1.5 个百分点 (不考虑税收因素)。贷款收益率与债券收益率逐步拉近, 使得银行在配置上更倾向于债券和同业资产。银行的息差和整体盈利水平将受到逐步压制。

图 7: 调整后的贷款收益率与债券收益率逐步接近



数据来源: 人民银行、长城证券研究所

四、投资策略

短期来看,“规模增长+息差保护”模式所带来的业绩增长已经逐渐出现拐点,在此基础上的估值优势不再具有说服力。目前,银行板块仍是 A 股市场 PB 及 PE 估值最低的板块之一。但是这样一个低估值的板块并没有引起市场的高度重视,我们认为其内在逻辑是带来目前业绩高速成长的模式已经逐渐面临拐点,而未来业绩高速增长或稳步增长的模式尚未出现。而目前政策的大环境更进一步使市场看清楚了这一个拐点,因此低估值板块的长期疲软就不足为怪。

在此逻辑下,4 季度我们对银行股仍持相对谨慎态度,认为银行股仍难以有较大机会,在配置上建议偏重工商银行、建设银行、工商银行等业绩受政策大环境影响相对较小的个股。

从长期来看,我们的研究将转向两个重点:一方面,走出唯数据论的困境,因为在业务新模式出现之前业绩数据与估值的矛盾将长期存在;另一方面,将视野由短期业绩与估值转向挖掘能在政策大环境下收益的银行。

研究员介绍:

程宾宾: CFA, 中国人民大学管理学学士、经济学硕士, 2010 年加入长城证券任银行业研究员。

研究员承诺:

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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。