

银行业四季度投资策略

控风险政策持续，关注估值修复机遇

沐华 银行业 研究员
 电话：020-87555888-339
 eMail：mh@gf.com.cn

政策层面：控风险趋势不改

年初至今，对通货膨胀的关注度经历了由升到降的过程，3 季度末，由于负利率已持续 7 个月，而外汇占款在 3 季度人民币升值幅度上升后增幅加剧，加息预期重燃。我们预期 4 季度的政策调控手段依然以公开市场操作和窗口指导为主，政策灵活性将加大。控风险政策趋势不改，预期在未来 2-3 年内将逐渐完善并实施。这些政策的出台在短期内可能对银行的盈利预期形成一定负面影响，但从长期看有利于行业以及经济的稳定发展。

业绩层面：拨备成为最大不确定因素

相比影响业绩表现的各项因素，拨备对于 2010 年的业绩的不确定性最大。2010 年多数银行延续了不良双降的态势，在当前不良余额较低的情况下，仅靠专项拨备计提，难以提高整体贷款的风险抵御能力，提高组合拨备在整体拨备中的占比，有其必要性。尽管整体拨备提高将分阶段进行，但预期一旦形成，年内将得到体现。此外，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，针对平台贷款或地产贷款计提特殊准备的局面可能再次上演。拨备计提幅度高于预期可能成为 10 年业绩低于预期的主因。

估值层面：年末明初存修复机遇

当前银行股的估值水平，从股息收益率角度或AH股溢价角度均具备安全边际。展望4季度，控风险政策的落实可能使行业业绩产生一定波动，但整体增长依然具确定性。升息周期伴随着利率市场化推进，行业整体将保持平稳的业绩增速。在盈利平稳增长的背景下，行业的估值在年末明初存在修复机遇。

2010年四季度投资策略

展望 4 季度，政策依然以控风险为主，平台贷款排查和地产贷款压力测试将出结果；行业融资压力基本释放；拨备计提可能使盈利预测低于预期，但整体增长依然具确定性。升息周期伴随着利率市场化推进，行业整体将保持平稳的业绩增速。在盈利平稳增长的背景下，行业的估值在年末明初存在修复机遇。由于短期股价缺乏刺激因素，我们维持行业“持有”评级，建议关注年末明初的估值修复机遇。选股思路上，综合稳健性和成长性，推荐招行、民生、深发、浦发、华夏，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。

行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	9.51%	17.27%	23.12%
沪深 300	3.83%	7.47%	-10.22%

目录索引

一、本文的分析逻辑	4
(一) 政策层面：控风险趋势不改	4
(二) 业绩层面：拨备成为最大不确定因素	4
(三) 估值层面：年末明初存修复机遇	5
(四) 2010 年四季度投资策略	5
二、控风险趋势不改，加息争议再现	6
(一) 复苏伴随曲折，加息争议再现	6
(二) 控风险政策持续，影响分阶段弱化	7
(三) 信贷总量控制，结构调整	8
三、息差缓慢回升，存款成本趋升	9
(一) 贷存款重定价基本结束，票据占比至低位	9
(二) 贷存比达标，存款成本长期趋升	10
四、拨备成为最大不确定因素	11
(一) 中期拨备反哺	11
(二) 组合拨备或将提升	12
(三) 地产与平台贷款风险可控，专项拨备或计提	13
五、2010 年四季度投资策略	14
(一) 投资策略及风险提示	14
(二) 个股投资选择	14

图表索引

图 1: PMI 小幅下降后企稳.....	6
图 2: 出口额同比增速回落, 进口同比快速增长.....	6
图 3: M1 与 M2 回落, 剪刀差缩窄.....	6
图 4: 翘尾因素下 CPI 持续回升, PPI 回落.....	6
图 5: 月度新增贷款趋于平稳.....	8
图 6: 居民户贷款占比稳定.....	8
图 7: 票据可压缩额度日趋下降.....	8
图 8: 2010 年以来下浮贷款占比下降, 贷款议价能力改善.....	9
图 9: 票据占比已至历史低位.....	10
图 10: 上市银行贷存比基本达标.....	10
图 11: 上市银行拨备覆盖率逐渐上升.....	12
 表 1: 2010 年中期多数银行拨备反哺利润.....	11
表 2: 上市银行不良率逐年下降.....	11
表 3: 拨备/总贷款达 2.5%对上市银行净利润的影响.....	13
表 4: 上市银行盈利预测表.....	14
表 5: 上市银行监管指标与财务比率(2010H).....	15
表 6: 公司评级、投资看点与风险提示.....	15

一、本文的分析逻辑

（一）政策层面：控风险趋势不改

年初至今，对通货膨胀的关注度经历了由升到降的过程，3季度末，由于负利率已持续7个月，而外汇占款在3季度人民币升值幅度上升后增幅加剧，加息预期重燃。我们认为，从外部环境看，次贷危机、欧债危机的后续影响仍将持续，中国出口在未来一段时间内仍将受其影响波动；从内部环境看，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。由于CPI在翘尾因素后预期将回落，外汇占款存在较大的波动性，且从政策效果看加息并不能缓解外汇占款方面的压力，我们预期4季度的政策调控手段依然以公开市场操作和窗口指导为主，政策灵活性将加大，视经济数据表现而定。准备金率尚存1次（50BP）上调空间。此外，从趋势上看，由于存款压力增加，在规范吸收存款方式的同时适当放开存款利率浮动区间，从而推进利率市场化改革进程是未来的改革方向，存款利率上浮亦可部分缓解负利率的局面。

从行业角度看，巴塞尔三新协议、09年天量信贷投放以及当前面临的经济结构调整，对防范金融风险、保障金融体系稳定性提出了更高的要求，控风险政策趋势不改。除了贷存比达标、平台贷款排查、地产贷款压力测试外，3季度以来，规范表外银信产品、拨备政策调整传闻及随巴塞尔三新协议增加动态拨备和杠杆率作为监管补充指标等控风险政策层出不穷，预期在未来2-3年内将逐渐完善并实施。这些政策的出台在短期内可能对银行的盈利预期形成一定负面影响，但从长期看有利于行业以及经济的稳定发展。

（二）业绩层面：拨备成为最大不确定因素

从09年末开始，对2010年银行业绩增长的预期已很高。中期之后，存贷款重定价已基本完成，贷存比也基本回落至监管要求，息差企稳微升；信贷控量控节奏，保持稳步增长；不良持续双降，年内不会产生大幅反弹，年内业绩同比将保持快速增长。

相比影响业绩表现的各项因素，拨备对于2010年的业绩的不确定性最大。2010年多数银行延续了不良双降的态势，在资产质量好转和不良核销的背景下，部分银行拨备反哺利润，拨备覆盖率持续提高。较多银行的不良率已降至1%以下，拨备覆盖率则上升到250%以上，处于历史最好水平。由于拨备计提主要针对不良贷款，随着不良余额下降、整体贷款规模扩大，虽然拨备覆盖率持续上升，但针对整体贷款的拨备覆盖水平下降。在当前不良余额较低的情况下，仅靠专项拨备计提，难以提高整体贷

款的风险抵御能力，提高组合拨备在整体拨备中的占比，有其必要性。

尽管整体拨备提高将分阶段进行，但预期一旦形成，年内将得到体现。此外，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，针对平台贷款或地产贷款计提特殊准备的局面可能再次上演。拨备计提幅度高于预期可能成为10年业绩低于预期的主因。

(三) 估值层面：年末明初存修复机遇

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倍左右，PB在2倍以下，从股息收益率角度或AH股溢价角度均具备安全边际。

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。

展望4季度，控风险政策的落实可能使行业业绩产生一定波动，但整体增长依然具确定性。升息周期伴随着利率市场化推进，行业整体将保持平稳的业绩增速。在盈利平稳增长的背景下，行业的估值在年末明初存在修复机遇。

(四) 2010 年四季度投资策略

在2010年年度策略中，我们提出就流动性角度而言，拐点之后的2010年，全年行业难有大的表现机会。展望4季度，政策依然以控风险为主，平台贷款排查和地产贷款压力测试将出结果；行业融资压力基本释放；拨备计提可能使盈利预测低于预期，但整体增长依然具确定性。升息周期伴随着利率市场化推进，行业整体将保持平稳的业绩增速。在盈利平稳增长的背景下，行业的估值在年末明初存在修复机遇。

作为周期性行业，当前银行股在估值上具备安全边际，从中长期看具投资价值，由于短期股价缺乏刺激因素，我们维持行业“持有”评级，建议关注年末明初的估值修复机遇。

选股思路上，综合稳健性和成长性，推荐招行、民生、深发、浦发、华夏，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、控风险趋势不改，加息争议再现

（一）复苏伴随曲折，加息争议再现

2010年，我国经济持续复苏，但复苏过程中伴随着曲折。整体经济指标回暖，PMI自2季度起持续小幅下降，但依然大于50%，8月PMI呈企稳迹象；进出口保持快速增长，出口增速由于基数原因回落；进口连续保持快速增长（如图1、图2）。在信贷控量控节奏的背景下，M1、M2增速持续回落，剪刀差持续缩窄，经济活跃度在经济结构调整，平台贷款与地产贷款控制的背景下有所下降，但趋势有待观察（如图3）。CPI在翘尾因素作用下持续上升，负利率持续7个月（如图4），PPI开始回落，预期CPI在翘尾因素亦将回落。

图1：PMI小幅下降后企稳

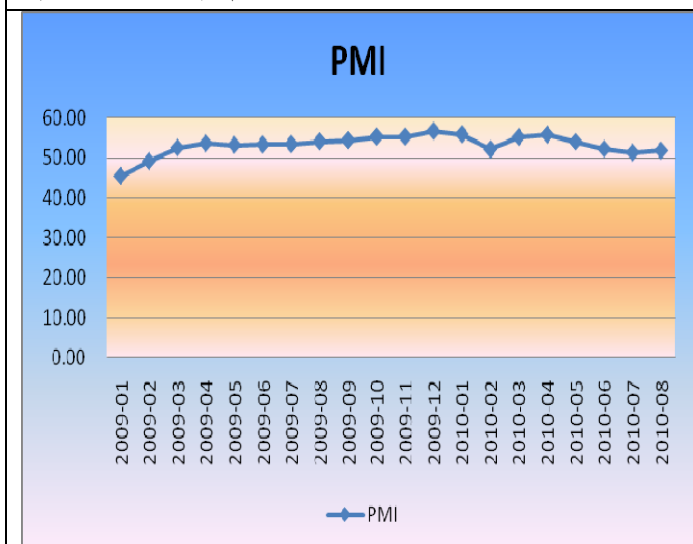
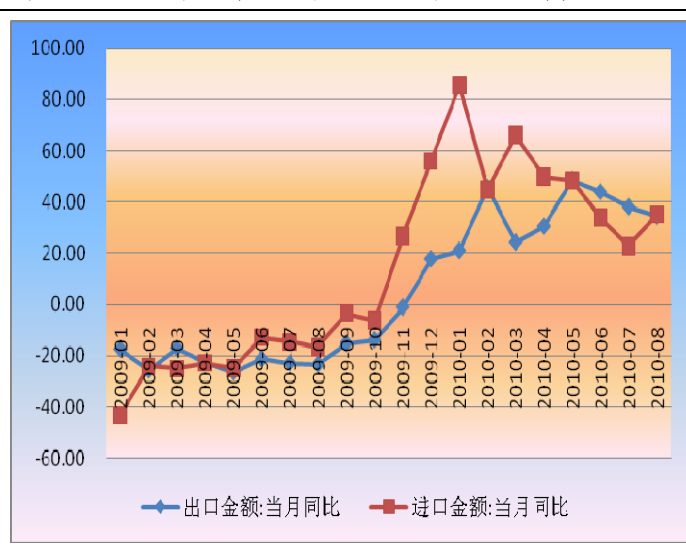


图2：出口额同比增速回落，进口同比快速增长



数据来源：Wind资讯，广发证券研发中心

图3：M1与M2回落，剪刀差缩窄

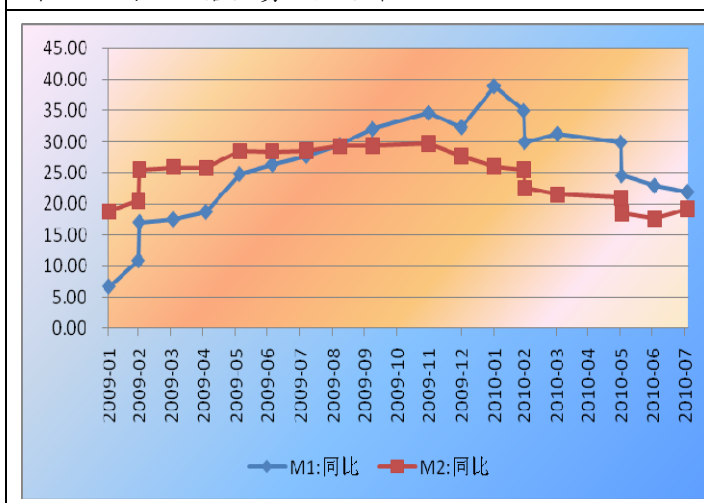
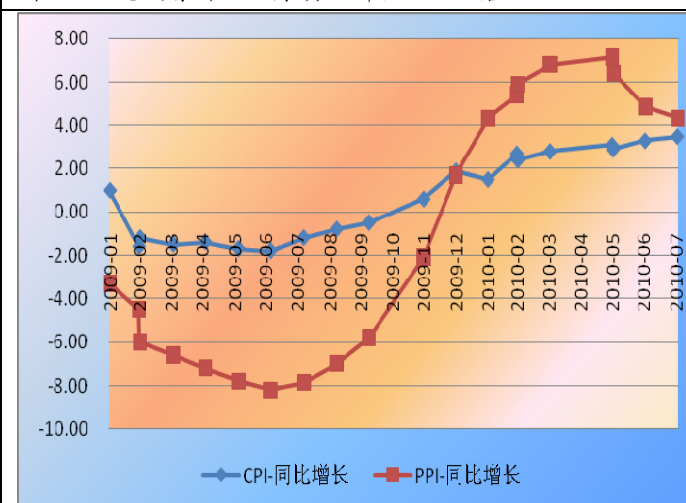


图4：翘尾因素下CPI持续回升，PPI回落



数据来源：人民银行网站，Wind资讯，广发证券研发中心

3季度末，由于负利率已持续7个月，而外汇占款在3季度人民币升值幅度上升后增幅加剧，加息预期重燃。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。是否加息亦要平衡以上因素。

我们认为，从外部环境看，次贷危机、欧债危机的后续影响仍将持续，中国出口在未来一段时间内仍将受其影响波动；从内部环境看，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。当前负利率已持续7个月，由于PPI已开始回落，CPI在翘尾因素后预期也将回落，外汇占款存在较大的波动性，且从政策效果看加息并不能缓解外汇占款方面的压力，我们预期4季度的政策调控手段依然以公开市场操作和窗口指导为主，政策灵活性将加大，视经济数据表现而定。准备金率尚存1次（50BP）上调空间。此外，从趋势上看，由于存款压力增加，在规范吸收存款方式的同时适当放开存款利率浮动区间，从而推进利率市场化改革进程是未来的改革方向，存款利率上浮亦可部分缓解负利率的局面。

（二）控风险政策持续，影响分阶段弱化

从行业角度看，巴塞尔三新协议、09年天量信贷投放以及当前面临的经济结构调整，对防范金融风险、保障金融体系稳定性提出了更高的要求，控风险政策趋势不改。除了贷存比达标、平台贷款排查、地产贷款压力测试外，3季度以来，规范表外银信产品、拨备政策调整传闻及随巴塞尔三新协议增加动态拨备和杠杆率作为监管补充指标等控风险政策层出不穷，预期在未来2-3年内将逐渐完善并实施。这些政策的出台在短期内可能对银行的盈利预期形成一定负面影响，但从长期看有利于行业以及经济的稳定发展。

当前，银监会正在讨论推出新的四大监管工具包括资本要求、杠杆率、拨备率和流动性要求。其中，资本要求根据巴三提出了超额资本的概念，巴三要求2013年1月1日，普通股/风险资产为3.5%，核心资本充足率（一级资本/风险资产）为4.5%，资本充足率（总资本/风险资产）为8%，均低于现行我国监管要求，预期中国的上市银行均可达到要求。而调整现有拨备政策，拟要求商业银行最早于2011年底按照拨备/总贷款比率不得低于

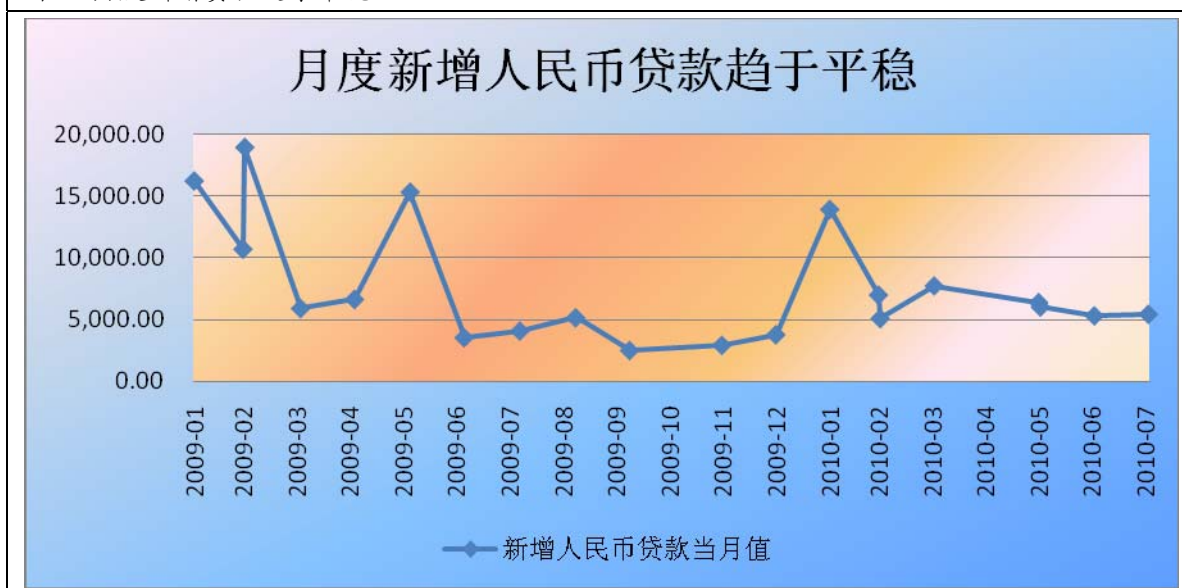
2.5%的水平计提。无论这一政策是否将于2011年开始实施，在提高拨备对于整体贷款覆盖率的思想下，银行将更重视组合拨备率，对于净利润的影响由于拨备分阶段计提而弱化。

从发展趋势看，通过动态拨备保持合理的拨备率、强调资本质量及表外风险暴露评估，辅以杠杆率和流动性要求，将成为银行未来风险控制政策的发展方向。在近年监管要求提高及银行融资完成的背景下，巴三对我国商业银行资本补充不会形成冲击，但随着信贷增长及行业监管的加强，未来银行所受的资本约束和资本补充压力会加大。资本问题将成为银行未来发展的核心问题，推动着银行业的转型。

（三）信贷总量控制，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，银行放贷按季监控。在这一局面下，2季度开始，信贷投放趋于平稳（如图5），季末冲时点的现象消失。预计4季度新增贷款可能与3季度相似，继续保持平稳增长态势，月均新增贷款额度在5000亿元左右。

图5：月度新增贷款趋于平稳

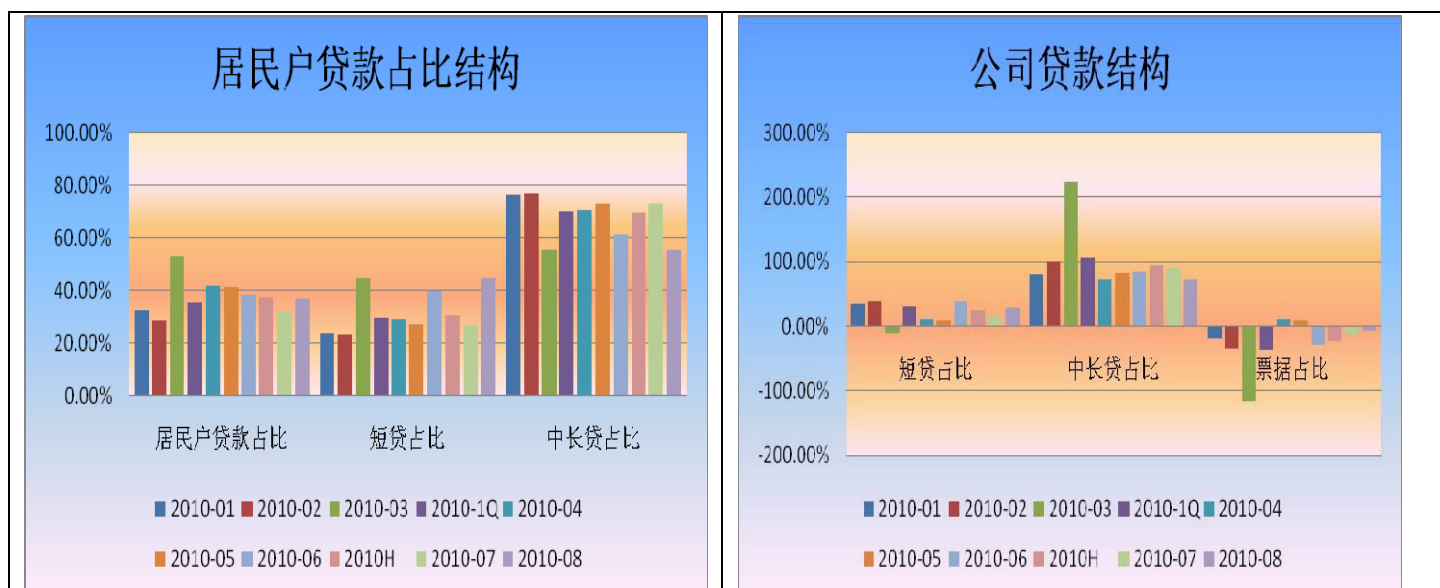


数据来源：人民银行网站，广发证券研发中心

从信贷结构看，由于地产政策调控，个贷占比较上半年略显回落，中长期贷款占比出现下降，与此同时，银行大力发展个人消费类贷款，从而降低了地产政策调整带来的影响（如图6）。公司贷款中，中长期贷款依然占据绝对比重，占比较为稳定。虽然票据占比已降至历史低位，但在表外银信产品规范下，新增贷款中继续压缩票据资产，但可压缩额度日趋下降（如图7）。

图6：居民户贷款占比稳定

图7：票据可压缩额度日趋下降



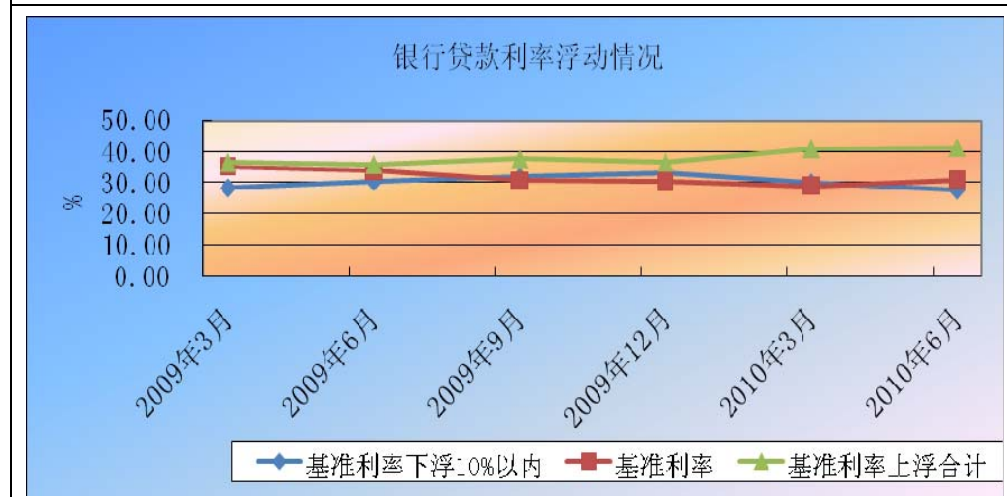
数据来源：人民银行网站，广发证券研发中心

三、息差缓慢回升，存款成本趋升

（一）贷存款重定价基本结束，票据占比至低位

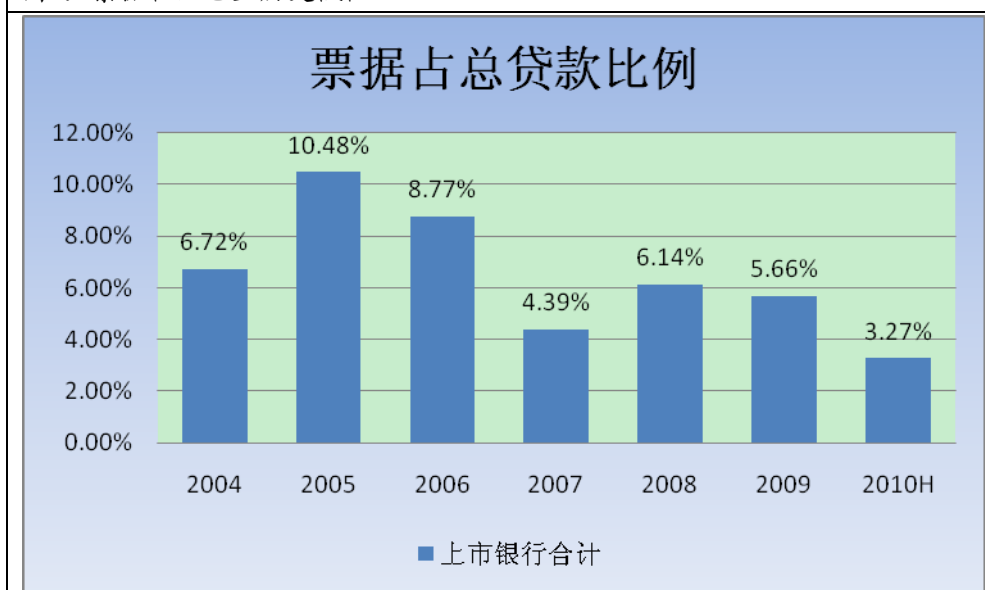
2010年上半年，降息对贷款的重定价效应已基本体现完毕，而部分银行存款依然处于重定价中，从而推动息差反弹。资产方，贷款的议价能力有所改善（如图8），但贡献度低于负债端。3季度以来，由于存款的重定价亦已基本完成，存款成本下降对息差的推动作用减小。贷款方，票据占比已降至历史低位（如图9），新增贷款中虽然继续压缩票据资产，但可压缩额度日趋下降，银行通过结构调整改善息差的能力亦下降；与此同时，在放贷节奏控制下，下浮贷款比例下降，议价能力继续提高。

图8：2010年以来下浮贷款占比下降，贷款议价能力改善



数据来源：Wind资讯，广发证券研发中心

图9：票据占比已至历史低位



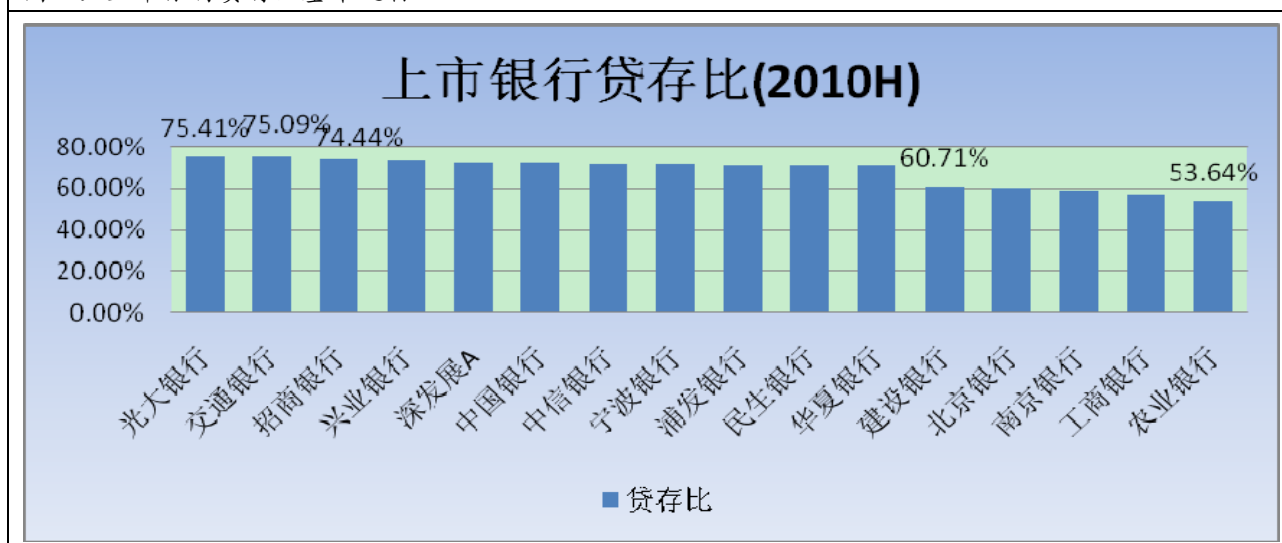
数据来源：公司财报，广发证券研发中心

（二）贷存比达标，存款成本长期趋升

在大幅压缩票据及努力吸收存款的基础上，6月末上市银行基本达到了重新严格的贷存比要求（如图10）。但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依然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。

此外，从趋势上看，由于存款压力增加，在规范吸收存款方式的同时适当放开存款利率浮动区间，从而推进利率市场化改革进程是未来的改革方向，存款利率上浮亦将加大银行的吸存成本，从而造成银行间盈利分化。

图10：上市银行贷存比基本达标



数据来源：Wind资讯，广发证券研发中心

注：其中兴业银行已剔除金融债因素。

四、拨备成为最大不确定因素

（一）中期拨备反哺

年初至今，上市银行资产质量表现稳定，加之不良核销，多数银行延续了不良双降的态势。拨备方面，除兴业银行因 09 年中期特殊准备大额反哺导致基数较低，10 年中期同比明显增加外，近半数银行实现了拨备反哺利润（如表 1），拨备覆盖率持续提高。

	拨备支出同比变动	拨备前利润同比变动	净利润同比变动
北京银行	-95.94%	24.28%	33.56%
深发展 A	-55.26%	8.23%	31.23%
建设银行	-23.36%	19.62%	26.75%
浦发银行	-21.14%	22.37%	33.93%
宁波银行	-20.98%	70.38%	78.80%
民生银行	-20.62%	11.59%	20.94%
招商银行	-8.03%	51.98%	59.80%
工商银行	-5.08%	25.47%	27.55%
中国银行	-1.29%	21.33%	25.77%
南京银行	5.95%	43.80%	49.78%
农业银行	11.84%	28.79%	40.17%
华夏银行	17.58%	57.69%	80.57%
交通银行	22.94%	29.87%	30.66%
中信银行	44.30%	51.62%	53.81%
兴业银行	3594.42%	57.29%	40.82%

数据来源：Wind资讯，广发证券研发中心

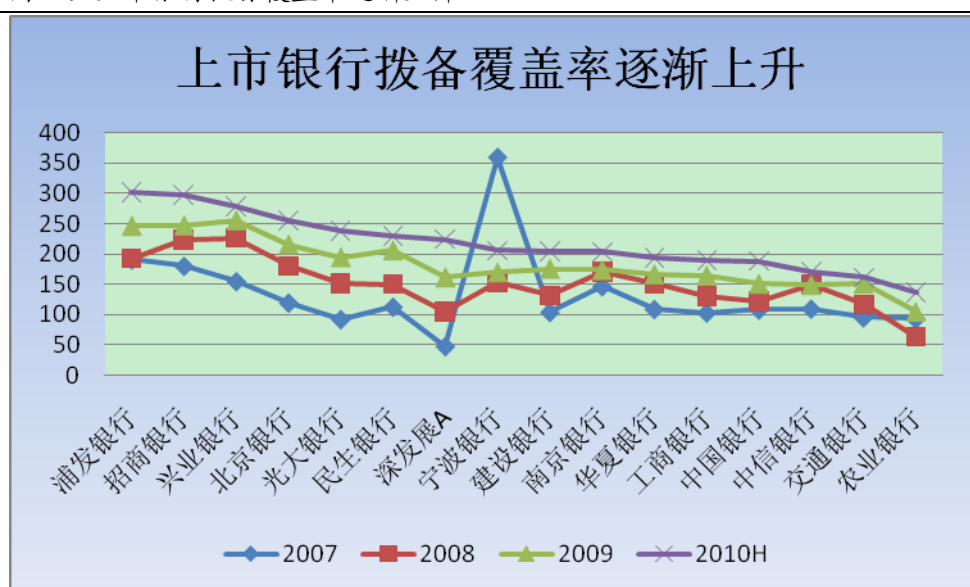
当前，较多银行的不良率已降至 1% 以下，拨备覆盖率则上升到 250% 以上，整体资产质量处于历史最好水平（如表 2、图 11）。从发展趋势看，由于不良余额处于低位，可核销的不良贷款额将逐步下降，随着贷款发放，未来不良额小幅上升的可能性较大。而同样由于不良余额处于低位，不良反弹时对拨备覆盖率的影响也相应加大。

	2007A	2008A	2009A	2010H
华夏	2.25%	1.82%	1.50%	1.28%
工行	2.74%	2.29%	1.54%	1.26%
交行	2.05%	1.92%	1.36%	1.22%

建行	2.60%	2.21%	1.50%	1.22%
中行	3.12%	2.65%	1.52%	1.20%
南京	1.79%	1.64%	1.22%	1.05%
北京	2.06%	1.55%	1.02%	0.91%
宁波	0.36%	0.92%	0.79%	0.82%
中信	1.48%	1.36%	0.95%	0.81%
民生	1.22%	1.20%	0.80%	0.79%
招行	1.54%	1.11%	0.82%	0.67%
浦发	1.46%	1.21%	0.80%	0.62%
深发展	5.62%	0.68%	0.68%	0.61%
兴业	1.15%	0.83%	0.54%	0.49%

数据来源：公司中报，广发证券研发中心

图11：上市银行拨备覆盖率逐渐上升



数据来源：Wind资讯，广发证券研发中心

（二）组合拨备或将提升

由于拨备计提主要针对不良贷款，随着不良余额下降、整体贷款规模扩大，虽然拨备覆盖率持续上升，但针对整体贷款的拨备覆盖水平下降。在当前不良余额较低的情况下，仅靠专项拨备计提，难以提高整体贷款的风险抵御能力，提高组合拨备在整体拨备中的占比，有其必要性。

我们根据 10 年末预计的贷款总额，按传言 2.5% 的拨备/总贷款要求进行测算，与 10 年中期的拨备余额相比，得出拨备缺口以及达标对净利润可能造成的影响。测算结果显示，如果这一政策实施，深发展、中信、宁波将成为受影响最大的银行（如表 3）。无论这一政策是否将于 2011 年开始实施，在提高拨备对于整体贷款覆盖率的思想下，银行将更重视组合拨备率，对于净利润的影响由于拨备分阶段计提而弱化。

表 3: 拨备/总贷款达 2.5%对上市银行净利润的影响							
单位: 百万元							
			对 2010 年净利润的影响			对 2011 年净利润的影响	
	对应拨备余额	拨备缺口	当年计提	分两年计提	分三年计提	分两年计提	分三年计提
工行	166,130.15	14,140.15	-8.51%	-4.26%	-2.84%	-3.62%	-2.41%
建设	140,375.89	6,966.89	-5.04%	-2.52%	-1.68%	-2.10%	-1.40%
中行	143,627.97	21,909.97	-19.32%	-9.66%	-6.44%	-7.97%	-5.31%
农行	122,076.52	-23,676.48	负缺口无需计提				
交通	54,806.96	13,978.96	-34.61%	-17.30%	-11.54%	-13.13%	-8.75%
招商	35,129.98	8,792.98	-34.07%	-17.04%	-11.36%	-13.13%	-8.75%
中信	32,235.88	15,744.88	-75.90%	-37.95%	-25.30%	-30.66%	-20.44%
民生	26,489.37	9,255.37	-57.82%	-28.91%	-19.27%	-24.86%	-16.57%
兴业	21,398.71	10,552.35	-58.08%	-29.04%	-19.36%	-22.47%	-14.98%
浦发	28,446.18	8,905.77	-52.06%	-26.03%	-17.35%	-21.29%	-14.20%
华夏	13,444.56	1,248.01	-19.97%	-9.99%	-6.66%	-7.70%	-5.13%
深发展	10,336.11	5,199.85	-79.96%	-39.98%	-26.65%	-30.24%	-20.16%
北京	8,409.54	2,360.35	-31.51%	-15.75%	-10.50%	-12.34%	-8.22%
南京	2,094.63	455.60	-20.50%	-10.25%	-6.83%	-7.81%	-5.21%
宁波	2,578.72	1,389.58	-68.14%	-34.07%	-22.71%	-23.99%	-16.00%
合计	827,828.55	141,148.08	-20.74%	-10.37%	-6.91%	-8.42%	-5.62%

数据来源: 公司中报, 广发证券研发中心

(三) 地产与平台贷款风险可控, 专项拨备或计提

年初至今, 在银监会的要求下, 各家银行已完成对平台贷款的解包还原, 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第二阶段的平台贷款的排查, 即根据监管按现金流覆盖率划分, 预计年末平台贷款规范细则有望出台。

地产贷款方面, 银行压力测试显示在重度压力情况下, 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。总体而言, 银行对房价平均下跌 30%尚有风险把控能力。

在当前不良余额较低的情况下, 仅靠专项拨备计提, 难以提高拨备覆盖率, 可以考虑采用与 08 年类似的对高风险行业计提特殊拨备的形式, 参考高风险行业贷款的历史违约率、抵质押情况, 从行业角度计提相应的组合拨备, 并根据风险的转变动态调整, 从而提高拨备政策的针对性。

综上所述, 尽管整体拨备提高将分阶段进行, 但预期一旦形成, 年内将得到体现。此外, 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, 针对平台贷款或地产贷款计提特殊准备的局面可能再次上演。拨备计提幅度高于预期可能成为 10 年业绩低于预期的主因。

五、2010 年四季度投资策略

（一）投资策略及风险提示

在 2010 年年度策略中,我们提出就流动性角度而言,拐点之后的 2010 年,全年行业难有大的表现机会。展望 4 季度,政策依然以控风险为主,平台贷款排查和地产贷款压力测试将出结果;行业融资压力基本释放;拨备计提可能使盈利预测低于预期,但整体增长依然具确定性。升息周期伴随着利率市场化推进,行业整体将保持平稳的业绩增速。在盈利平稳增长的背景下,行业的估值在年末明初存在修复机遇。

作为周期性行业,当前银行股在估值上具备安全边际,从中长期看具投资价值,由于短期股价缺乏刺激因素,我们维持行业“持有”评级,建议关注年末明初的估值修复机遇。

选股思路上,综合稳健性和成长性,推荐招行、民生、深发、浦发、华夏,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

我们在中报后上调了部分银行 2010 年的盈利预测,预计 2010 年行业平均净利润增速为 32.53% (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			PE			PB		
		10-9-27	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工行	持有	4.00	1293.50	1661.07	1952.79	10.33	8.04	6.84	1.97	1.69	1.49
建设	持有	4.57	1068.36	1383.44	1660.41	10.00	7.72	6.43	1.91	1.68	1.42
中行	持有	3.27	853.49	1134.24	1375.37	9.73	7.32	6.04	1.52	1.29	1.16
交通	买入	5.65	302.11	403.93	532.48	10.52	7.87	5.97	1.68	1.42	1.22
农行	持有	2.59	650.02	882.98	1172.61	12.94	9.53	7.17	1.96	1.60	1.49
民生	买入	5.01	121.08	157.95	181.60	11.05	8.47	7.37	1.25	1.33	1.16
浦发	买入	12.93	132.15	171.06	209.11	11.23	8.68	7.10	1.68	1.43	1.24
兴业	适度关注	23.04	132.82	181.69	234.82	10.39	7.60	5.88	1.93	1.50	1.25
招商	买入	12.84	182.35	258.05	334.95	15.19	10.74	8.27	2.65	2.01	1.65
光大	持有	3.38	76.43	117.23	142.63	17.48	11.40	9.37	2.35	1.74	1.52
中信	持有	5.14	145.60	207.43	256.76	13.78	9.67	7.81	1.87	1.65	1.46
深发展	适度关注	16.69	50.31	63.93	83.32	11.56	9.10	6.98	2.53	1.81	1.51
华夏	适度关注	10.80	37.60	62.49	81.09	14.33	8.63	6.65	1.78	1.32	1.26
北京	持有	11.70	56.33	73.73	94.28	12.93	9.88	7.73	1.94	1.67	1.76

南京	持有	10.60	15.45	20.79	27.10	16.39	12.18	9.34	1.60	1.61	1.45
宁波	适度关注	11.99	14.57	21.89	29.66	20.57	13.69	10.10	3.08	2.20	1.94
合计			5132.17	6801.90	8368.97	11.04	8.33	6.77	1.98	1.62	1.44

数据来源：银行财报、广发证券发展研究中心

注：预测考虑已完成的融资摊薄效应。

表 5：上市银行监管指标与财务比率（2010H）								单位：%，元/股		
	ROAE	ROAA	资本充足率	核心资本充足率	NIM	不良率	拨备覆盖率	成本收入比	EPS	BPS
深发展	11.92	1.00	10.41	7.20	2.46	0.61	224.09	42.26	0.98	8.73
浦发	12.63	1.07	10.24	7.01	2.44	0.62	302.26	34.46	0.79	6.61
华夏	9.56	0.67	10.57	6.49	2.41	1.28	194.12	42.88	0.60	6.54
民生	9.64	1.17	10.77	8.32	2.92	0.79	229.42	37.46	0.40	4.31
招商	12.13	1.21	11.60	8.05	2.56	0.67	297.59	35.05	0.65	5.79
兴业	12.21	1.15	11.96	9.29	2.44	0.49	278.80	31.72	1.65	14.00
农行	13.15	0.99	8.31	6.72	2.47	2.32	136.11	37.65	0.17	1.31
交行	11.30	1.16	12.17	8.94	2.43	1.22	161.17	28.13	0.40	3.72
工行	12.28	1.37	11.34	9.41	2.37	1.26	189.81	28.18	0.25	2.11
光大	13.22	1.04	9.36	6.40	2.12	0.95	238.14	34.07	0.20	1.69
建行	12.50	1.43	11.68	9.27	2.41	1.22	204.72	27.76	0.30	2.47
中行	9.90	1.18	11.73	9.33	2.04	1.20	188.44	29.79	0.20	2.11
中信	10.04	1.17	10.95	8.26	2.60	0.81	169.92	30.48	0.27	2.82
宁波	12.45	1.35	10.81	9.04	3.06	0.62	205.69	37.19	0.51	4.21
南京	9.53	1.39	11.59	10.53	2.68	1.05	203.69	28.54	0.50	5.48
北京	9.99	1.32	12.47	10.75	2.33	0.76	255.13	25.52	0.63	6.52

数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

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，信息技术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。
农业银行	持有	投资看点： 1、具有最广泛的网点分布和营销渠道，零售客户占比较高的客户结构带来稳定且低成本的资金来源； 2、三农业务的客户基础最好，作为深化农村金融改革的核心，受益于政策扶持和税费优惠； 3、70%网点位于城市，且零售客户占比较高，在经济结构向消费驱动转型过程中受益，中间业务存在较大拓展空间； 4、不良大幅剥离，上市前拨备计提充分，有望反哺利润； 5、具有较高且稳定的分红率，股息收益率达4%以上，具备一定投资价值。 风险提示： 1、地产相关贷款占公司类贷款比例达14.4%。明显高于同业，平台贷款余额同业第三，存在一定风险隐患； 2、网点多但单位网点经营效益低于同业，成本收入比较高；风险管理及内部控制系统仍有待加强； 3、不良率为上市银行最高，拨备覆盖率达标前信用成本依然高于同业； 4、三农事业部盈利模式尚不成熟，能否成功降低信用成本仍存不确定性。
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	适度关注	投资看点： 1、配股完成后，信贷保持稳定增长； 2、资产质量稳定，不良率降至上市银行最低，拨备覆盖率为上市银行高位； 3、费用控制灵活，近7成薪酬开支与效益挂钩； 4、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；

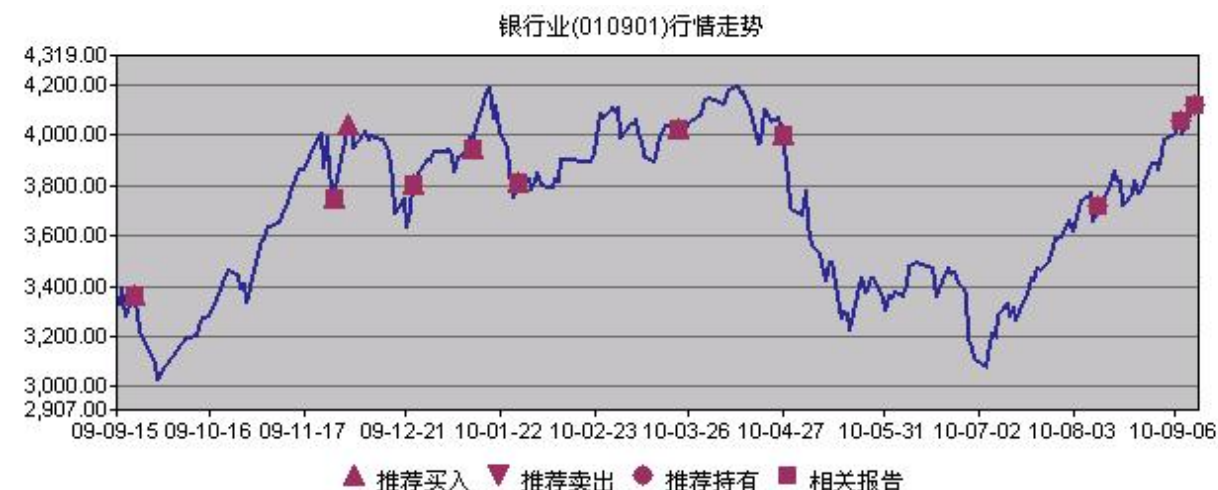
		3、经营风格稳健，拨备计提审慎； 4、资产负债结构在加息周期中弹性较大； 风险提示： 建议关注其融资进展和存款吸收状况。
招商银行	买入	投资看点： 1、经营压力最大的时期已过，10 年各项业务复苏，同比有望快速增长； 2、存款活期化明显，息差见底回升，资产负债结构在加息周期中弹性较大； 3、风险控制良好，拨备计提充分，存在反哺利润的空间； 4、从长远看，利率市场化、金融脱媒是中国银行业未来的发展趋势，招行的业务结构及战略目标符合这一趋势，具有一定的战略领先地位。 风险提示： 建议关注其资产质量变化和存款吸收。
民生银行	买入	投资看点： 1、率先完成资本补充，未来业绩发展较有保障； 2、市场化程度较高，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	持有	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	适度关注	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。
光大银行	持有	投资看点： 1、光大银行所属的光大集团综合金融平台与创新能力推动中间业务良好发展； 2、零售业务占比较高，工程机械贷款、理财、黄金业务具备业务特色，处于行业领先水平；

		3、上市募资后规模扩张与息差改善可期; 4、不良包袱较轻,09年末,拨备余额占总贷款的比例达2.49%,在同业中处于较高水平,预期随着不良的消化处理,后续拨备压力将降低。 风险提示: 1、地产相关贷款占比达9.84%。高于同业,信用贷款占比30.4%,保证贷款占比24.4%,抵质押贷款占比偏低,具有一定风险隐患; 2、息差为股份制银行最低,短期存改善空间,但长期看劣势仍存; 3、成本收入比较低主要依托较低的员工成本,单位网点经营效益一般。
北京银行	持有	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	持有	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; 3、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; 4、业绩弹性较高,建议逢低关注。 风险提示: 1、进出口波动可能对其业务发展造成一定影响; 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)_行业跟踪分析报告	沐华	2010-09-13
银行业(010901)_行业跟踪分析报告	沐华	2010-09-08
银行业(010901)_行业跟踪分析报告	沐华	2010-08-11

	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。