



政策压力 VS 低估值：大行情难有，小机会可期

银行业四季度投资策略报告

近半年行业指数相对沪深300走势



研究员 张文刚

投资咨询证书号 S0620210030008

电话 025-83367888 转 3105

邮箱 wgzhang@njzq.com.cn

研究员 王明芬

电话 025-83367888 转 3105

邮箱 mfwang@njzq.com.cn

● 内容提要

行业评级： 中性

- **估值达到近三年来底部，银行股价值已被低估：**第三季度银行股上演了一轮过山车行情。根据wind银行指数来看，7-9月银行指数累计小跌0.90%。8月份公布的银行靓丽半年报并未使得银行股获得多少机会，估值水平重心继续下移，根据9月30日的收盘价来看，上市银行的整体PB仅为1.88倍，与2008年股市最低迷的时候相仿。此外，从具有H股的8家银行来看，除了中信银行，其余7家银行AH股股价折价显著。这也反映出，银行股在A股市场上股价已经相当便宜。
- **政策面压力仍是压制银行板块的主因：**分为两方面：一、出于对宏观经济调控的需求，政府采取了一系列对银行信贷政策的监管，主要是利用数量化工具进行调控（公开市场操作，增加存款准备金率，信贷发放规模的窗口指导等）。二、由于09年的信贷井喷，对银行资产质量潜在风险的担忧情绪上升，政府监管机构可能出台一些较为严格的监管标准（拨备指标从严要求，资本充足率将继续提高等）。
- **预期四季度政策面压力还将延续，重点在于对银行资产质量的监管：**一、第四季度随着通胀预期的上升，加息的预期也将有所回升，但是我们认为即便真的出现加息包括传闻中的单边加息（只加存款利率），力度也较小，不会对银行的业绩产生大的影响（对净利润的影响约在5个百分点左右）。二、资产质量的压力依然是来自于房地产行业和政府融资平台贷款，但是如中期策略报告中所分析，这部分压力已经在目前的股价中体现出来。今后的压力更多是来自监管层对于银行风险控制的要求，包括拨备指标，资本充足率等等。一旦这部分政策出现较大的变化，则银行的业绩将会受到明显的影响。但是监管政策的

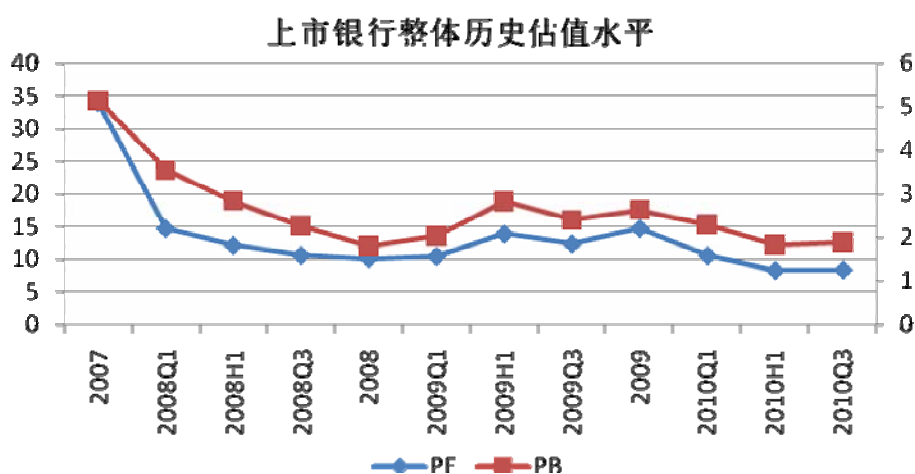
从严并不意味着银行自身出现实质性问题，银行的盈利能力并未发生改变，利润也继续留存在银行自身中。

- **投资建议：**若不考虑监管政策升级所带来的对银行业绩的影响，我们认为银行的经营状态已经进入一个较为平和的发展周期。在利率不发生变动的情况下，息差的回升空间也较为有限和确定。而信贷的增速受到国家的宏观调控，节奏和规模也都有所控制。因此，目前仍然以信贷业务为主的银行，其业绩增长将进入平和期。总体来看，目前宏观政策基调依然以是维稳为主，而对银行的监管政策则是一片从紧的预期。因此第四季度的银行板块将难有大的起色，整体行业依然维持中性评级。但是低估值仍然将成为该板块的有力支持。建议关注估值水平偏低，拨备充足，融资后可获得较好成长的银行。
- 推荐组合：浦发银行，南京银行

一 政策面压力下，估值水平重心不断下移

回顾整个第三季度，银行股上演了一幕过山车行情。7月份的持续上涨之后，随之而来的是两个月的阴跌。根据wind银行指数来看，7-9月银行指数累计小跌0.90%，估值水平重心继续下移。如果以今年中期的业绩来看，对应9月30日的收盘价，上市银行的整体估值水平已经到达近三年来的底部（如下“图1”所示）。上市银行的年化整体市盈率为8.34倍，市净率为1.88倍。市盈率已经低于2008年最低迷的时期，而市净率也已经接近08年的最低值。

图1：上市银行整体估值水平



数据来源：wind，南京证券

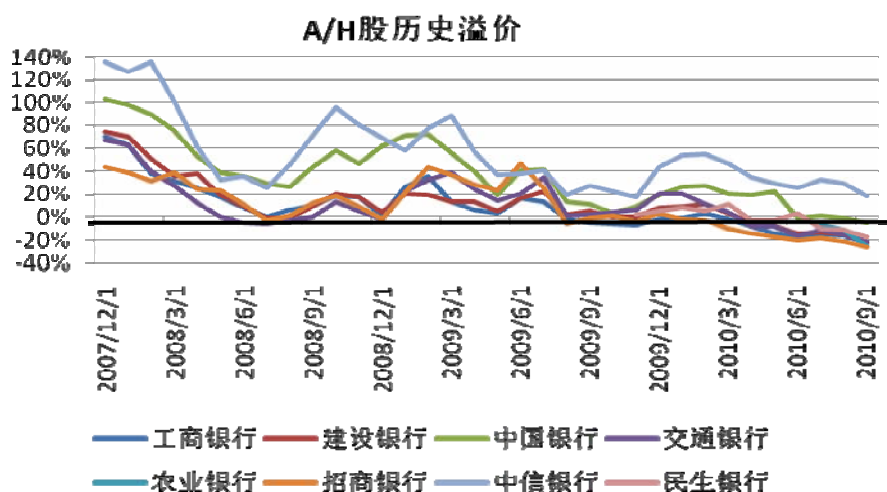
此外，从AH股同时上市的银行来看，AH股价倒挂越发明（如下“图2”所示）。目前除了中信银行的A股价格仍然高于H股，其他银行均为折价（如下“表1”所示）。自从去年8月银行股股价触顶下跌以来，A股股价就明显不如H股。可以看出在过去的1年多里，银行股已经被国内的投资者低估较多了。

表1：近期上市银行A/H股折价水平

	工商银行	建设银行	中国银行	交通银行	农业银行	招商银行	中信银行	民生银行
A/H股折价 (2010-10-12收盘价)	70.66%	67.95%	80.47%	68.74%	65.85%	65.59%	104.02%	74.44%

数据来源：wind，南京证券

图2：A/H股价倒挂



数据来源：wind，南京证券

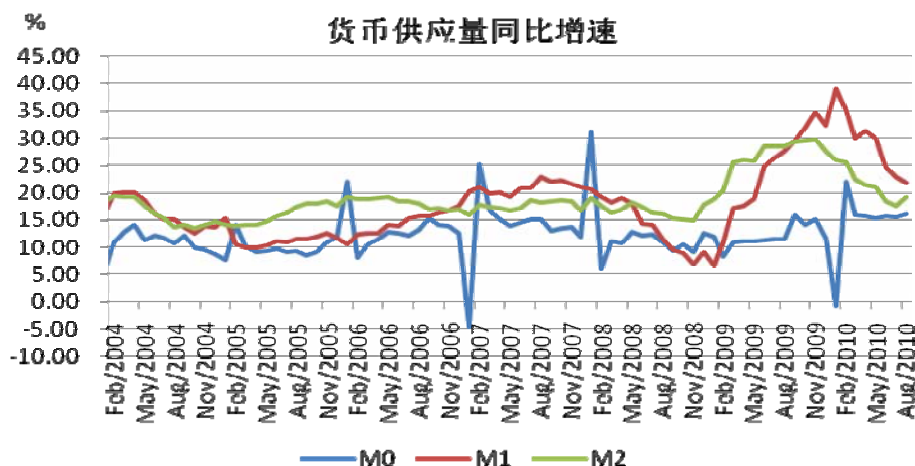
总结银行股下跌的主要原因不外乎是监管政策的不确定性带来的悲观预期。大致分为两方面：一、出于对宏观经济调控的需求，所采取的对银行信贷政策的监管，主要是采取数量化工具进行调控（公开市场操作，增加存款准备金率，信贷发放规模的窗口指导等）。二、由于09年的信贷井喷，对银行资产质量的潜在风险的担忧情绪上升，政府监管机构可能出台一些较为严格的监管标准（拨备指标从严要求，资本充足率将继续提高等）。

二 货币政策继续维稳

1 流动性控制效果明显，货币政策继续维稳

今年以来货币供应量增速 M1 和 M2 出现了明显的下降（如下“图 3”所示）。今年 1-7 月份 M2 增速从 25.98% 持续下滑至 7 月份的 17.60%。8 月份增速有所反弹至 19.20%。但是 8 个月内 M1 增速累计降幅达到了 17.06 个百分点，大幅超过了 M2。“倒剪刀差”从今年 1 月份的 12.86% 缩小至 8 月份的 2.70%。然而，无论是从纵比还是横比的角度看，目前的货币供应量增速仍然是处于一个较高的水平。相对于目前中国的 GDP 增速来看，货币供应量偏多，流动性处于较为宽松的状态。

图3：货币供应量增速明显下滑



数据来源：wind，南京证券

从同业拆借利率的走势上不难看出，资金面也是随着调控政策的出台而阶段性的紧张，（如下“图 4”所示）。由于 1-5 月的持续公开市场资金净回笼及 5 月份第三次上调存款准备金率使得银行资金面出现了紧张，SHIBOR 的隔夜和 7 天利率在 5 月下旬均出现明显上升。而 9 月份受到过节因素的影响同业拆借利率也有所增长。但是总体来看，数量化的货币政策工具起到了较好的调控作用。货币政策还将维持稳定。

图4：同业拆借利率走势

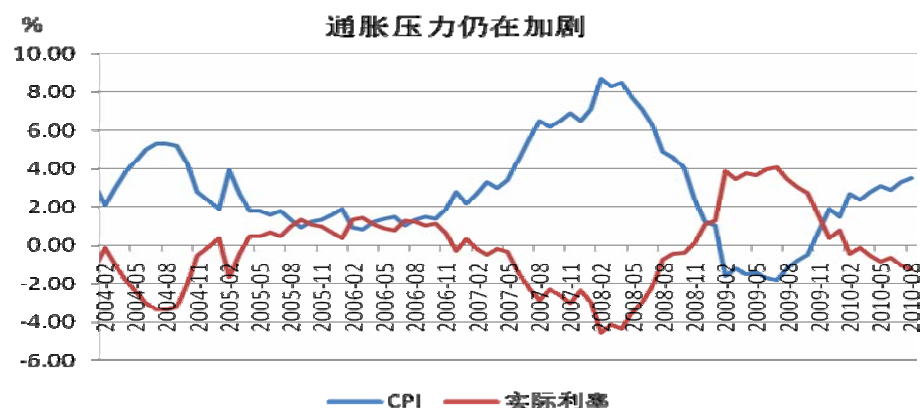


数据来源：wind，南京证券

2 通胀压力上升，加息预期回升，但是调控将继续以数量化工具为主

尽管流动性的收紧已初见成效，但是通胀不可忽视，实际负利率压力还在加剧。从今年2月份开始，相对于1年期定期存款的实际利率已经由正转负，到了8月份实际利率已经持续7个月为负，并且第三季度由于去年底基数的原因，CPI增长显著，实际负利率有所扩大（如下“图5”所示）。市场预期CPI在9月或10月将见顶。通胀压力可能在第四季度得到一定的缓和。通胀压力下，加息预期有所回升，但是我们认为四季度货币政策调控将仍然以数量化工具为主。即便真的出现传闻中的不对称加息，幅度也会较小，且对银行的基本面影响较为有限。

图5：通胀压力加剧

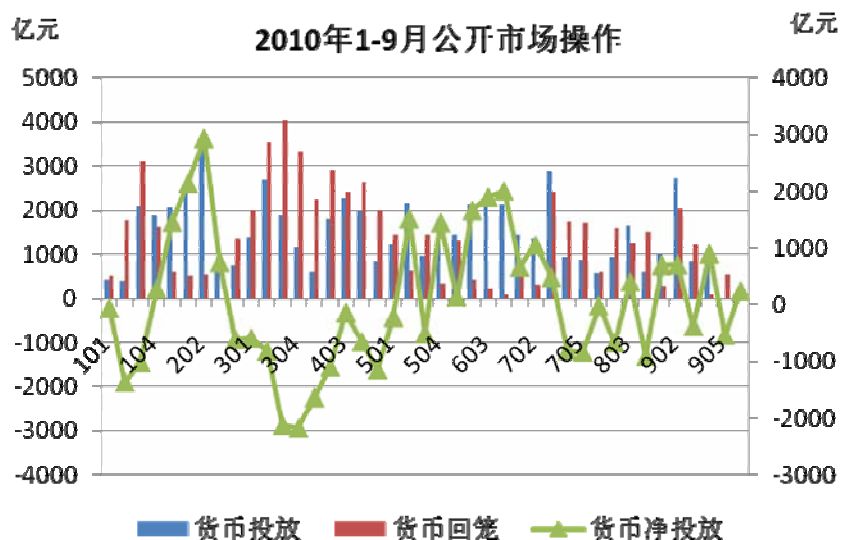


数据来源：wind，南京证券

第三季度公开市场累计为净投放760亿元，公开市场操作力度较为平和，较少

出现千亿元以上的单周净投放或净回笼现象，说明未来还有一定的调控空间。

图6：公开市场操作

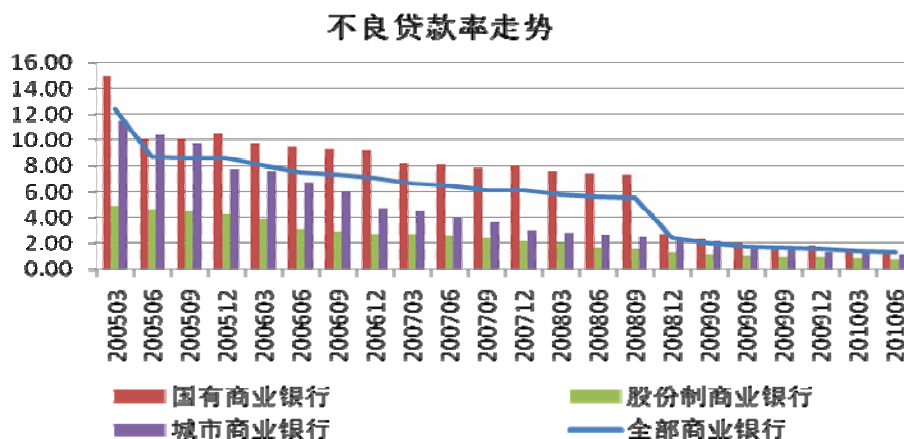


数据来源：wind，南京证券

三 资产质量状况良好，但风险监管政策趋紧

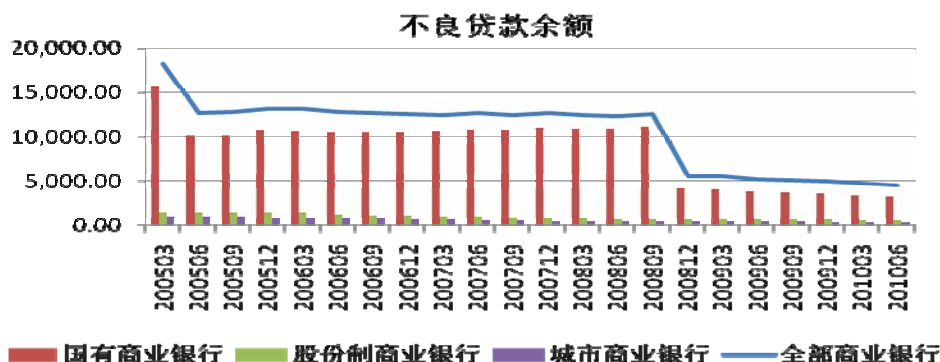
目前对于银行业的调控除了宏观的货币政策，就是对于资产质量的监管。矛盾的集中点我们在中期策略报告中已经做了分析。主要就是政府融资平台贷款和房地产相关类贷款的质量。之前我们认为对于这部分贷款的资产质量不必过度担忧，而目前的股价也已经反映出这部分的不良预期。现在仍然维持这一观点。从半年报的业绩状况来看银行贷款的质量还是在继续优化中，不良贷款率和不良贷款余额均持续双降（如下“图7”和“图8”所示）。截至到今年6月，全国商业银行的整体不良贷款率为1.30%，其中大型国有银行为1.46%，股份制银行为0.80%，城市商业银行为1.11%。

图 7：不良贷款率持续下降



数据来源：Wind， 南京证券

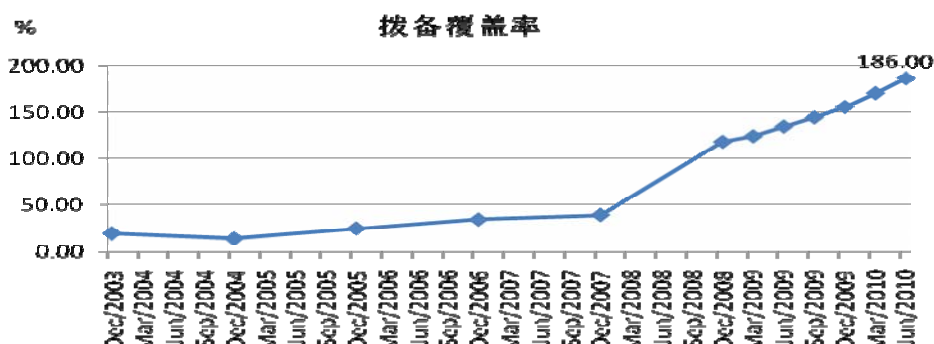
图 8：不良贷款余额持续下降



数据来源：Wind， 南京证券

此外整个行业的拨备覆盖率水平也在不断提升中，并且达到了186%，高于150%的监管标准（如下“图9”所示），拨备充足。

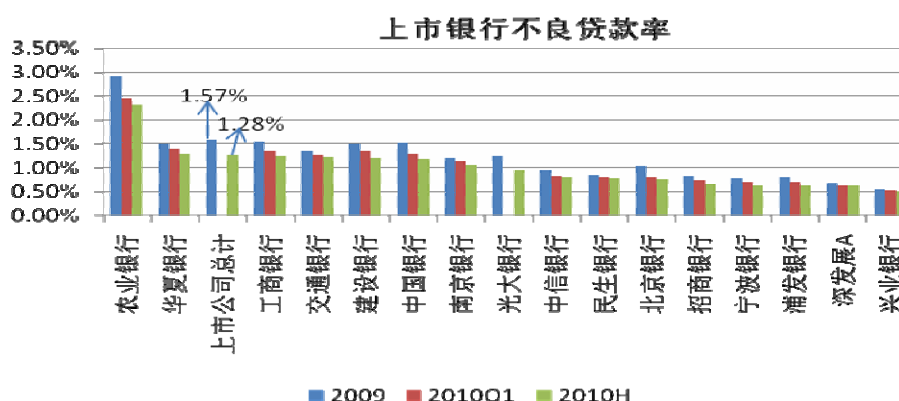
图 9：拨备覆盖率不断提升中



数据来源：Wind， 南京证券

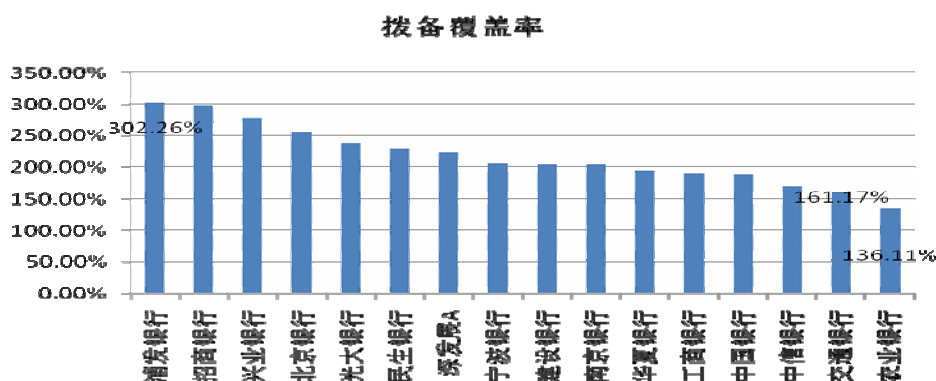
从上市银行的状况来看，截至今年 6 月底，16 家上市银行的整体贷款不良率为 1.28%，略好于全国商业银行（1.3%）的水平。基本上各家银行的不良贷款率仍在继续下降（如下“图 10”所示）。

图 10：上市银行不良贷款率



数据来源：上市公司财报， 南京证券

图 11：上市银行拨备覆盖率



数据来源：上市公司财报， 南京证券

尽管我们认为资产质量在短期内对银行业绩的压力已经在当前银行股股价中反映较为彻底，短期内不会对股价造成压力。但是，根据近期银监会的一些监管口风来看，第四季度银行还将承受来自风险监管层面的压力。这主要体现在对于不良贷款拨备政策从严要求上。目前，对于银行拨备政策的监管要求是拨备覆盖率高于150%（拨备覆盖率=拨备/不良贷款余额）。而近期传闻监管层可能考虑采取更为严格的监管指标来考核，主要是拨备/贷款要达到2.5%。如果真的实施这一标准，对上市银行2010年整体净利润的影响要远大于加息的影响。因此，风险监管政策对四季度银行板块的压力不容忽视。

四 盈利预测与投资建议

根据 Wind 统计，近三个月来，Wind 银行业指数跌幅为 2.27%，而沪深 300 涨幅为 18.55%。在监管政策的不确定性带来的悲观预期下，银行板块远远跑输沪深 300 指数（如下“表 2”所示）。

表 2：银行板块走势（截至 2010 年 10 月 12 日）

	近一周%	近一月%	近三个月%	今年年初至今	2009 年初至今%
沪深 300	8.08	8.19	18.55	(11.27)	74.54
银行业指数	4.71	2.94	(2.27)	(20.42)	62.16
工商银行	3.71	2.95	(2.56)	(19.97)	27.33
建设银行	3.26	2.59	(1.86)	(20.03)	30.93
中国银行	2.40	2.40	(4.20)	(18.03)	22.86
交通银行	4.66	4.12	(1.21)	(30.28)	41.17
招商银行	2.68	(0.37)	(0.74)	(0.74)	(0.74)
中信银行	6.87	4.22	(0.50)	(17.78)	59.35
浦发银行	6.68	0.56	(4.91)	(32.98)	44.92
兴业银行	7.72	3.33	(3.26)	(15.67)	94.68
民生银行	9.65	4.71	0.64	(32.17)	90.00
深发展 A	3.92	1.53	(0.53)	(19.02)	59.37
华夏银行	10.79	4.48	2.63	(26.26)	89.96
北京银行	5.83	2.33	(2.06)	(6.85)	60.91
南京银行	7.96	3.78	(3.00)	(32.44)	48.18
宁波银行	6.20	0.89	2.82	(23.44)	79.99

数据来源：Wind 数据，南京证券

此前的中期策略中我们认为宏观调控政策以维稳为主，主要调控手段依然以使用数量化工具为主，加息可能性较小。对于银行的资产质量无需过度担忧，股价走势已经充分反映。我们对于第四季度的投资策略还将延续这一主要思路，同时也做出部分的调整：一、第四季度随着通胀预期的上升，加息的预期又有所上升，但是我们认为即便真的出现加息包括传闻中的单边加息（只加存款利率），力度也较小，不会对银行的业绩产生大的影响。二、资产质量的压力依然是来自于房地产行业和政府融资平台贷款，但是如中期报告中所分析，这部分压力已经在目前的股价中体现出来。今后的压力更多是来自监管层对于银行风险控制的要求，包括拨备指标，资本充足率等等。一旦这部分政策出现较大的变化，则银行的业绩将会受到明显的影响。但是监管政策的从严并不意味着银行自身出现实质性问题的，银行的盈利能力并未发生改变，利润也继续留存在银行自身中。三、不

考虑政策监管的压力，银行的经营状态已经进入一个较为平和发展的周期。在利率不发生变动的情况下，息差的回升空间也较为有限和确定。而信贷的增速受到国家的宏观调控，节奏和规模也都比较确定。因此，目前仍然以信贷业务为主的银行，其业绩增长将进入一个平和的周期。总体来看，目前政策基调依然以是维稳为主，但对银行的监管政策将是一片从紧的预期，因此四季度的银行板块将难有大的起色，整体行业依然维持中性评级。不过低估值仍然将成为该板块的有力支持。建议关注估值水平偏低，拨备充足，融资后可获得较好成长的银行。

推荐组合：浦发银行，南京银行。

表3：各家上市银行盈利预测

	EPS			BVPS		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
工商银行	0.39	0.44	0.51	2.02	2.35	2.59
建设银行	0.46	0.52	0.64	2.39	2.78	3.16
中国银行	0.32	0.38	0.43	2.03	2.32	2.63
交通银行	0.61	0.70	0.84	3.34	4.10	4.79
农业银行	0.25	0.28	0.33	1.32	1.80	2.04
招商银行	0.95	1.14	1.34	4.85	6.16	7.21
中信银行	0.37	0.50	0.63	2.74	3.04	3.45
浦发银行	1.50	1.16	1.39	7.71	8.63	9.67
兴业银行	2.66	2.61	3.29	11.92	15.09	17.86
民生银行	0.54	0.63	0.78	3.99	4.48	5.14
光大银行	0.23	0.31	0.38	1.44	1.91	2.20
深发展 A	1.62	1.78	2.04	6.59	9.43	11.43
华夏银行	0.75	0.88	1.20	6.06	8.11	9.01
北京银行	0.90	1.19	1.44	6.03	6.92	8.00
南京银行	0.84	0.88	0.99	6.55	7.96	8.77
宁波银行	0.58	0.65	0.97	3.90	5.51	6.38

数据来源：上市公司财报，南京证券

表 4：各家上市银行估值表

	2010-10-12 收盘价	PE			PB		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
工商银行	4.19	10.88	9.43	8.18	2.08	1.78	1.62
建设银行	4.75	10.39	9.10	7.46	1.99	1.71	1.50
中国银行	3.42	10.74	8.96	8.00	1.69	1.48	1.30
交通银行	6.07	9.89	8.65	7.25	1.82	1.48	1.27
农业银行	2.68	10.72	9.72	8.09	2.03	1.49	1.31

招商银行	13.84	14.51	12.14	10.36	2.85	2.25	1.92
中信银行	5.43	14.80	10.89	8.64	1.98	1.78	1.57
浦发银行	13.96	9.32	11.99	10.04	1.81	1.62	1.44
兴业银行	25.35	9.54	9.71	7.71	2.13	1.68	1.42
民生银行	5.3	9.75	8.35	6.77	1.33	1.18	1.03
光大银行	3.58	15.66	11.63	9.33	2.49	1.87	1.63
深发展 A	17.97	11.09	10.11	8.80	2.73	1.91	1.57
华夏银行	11.43	15.17	12.97	9.53	1.89	1.41	1.27
北京银行	12.89	14.25	10.84	8.97	2.14	1.86	1.61
南京银行	11.31	13.44	12.88	11.39	1.73	1.42	1.29
宁波银行	12.9	22.13	19.77	13.30	3.31	2.34	2.02

数据来源：上市公司财报， 南京证券

南京证券行业投资评级标准：

- 强烈推荐：预计未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预计未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%--20%；
- 中 性：预计未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预计未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；
- 推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；
- 中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。