

敏感时期的银行股投资

银行行业 11 月月报

银行

同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2010-11-05

报告关键点:

- 加息周期和按揭折扣调整环境下息差中性偏乐观
- 信用成本受制于监管和资产质量双重压力
- 通货膨胀和资本流入的威胁下信贷规模仍有不确定性
- 短期配置建议资产质量优良、息差弹性大和估值偏低的银行

报告摘要:

- 3 季度银行业绩略高于预期:
- 主要原因是大银行息差上升幅度较大和信用成本仍维持低位。整体来看, 贷存比压力之下中小银行在2季度吸收部分定期存款和协议存款导致负债成本上升, 虽然贷款收益增加和结构调整带来了生息率的上升, 整体息差表现并不乐观。如提高拨贷比要求, 中小银行将会出现压力, 不排除部分银行开始减少核销和增加拨备计提。中报中出现的资产质量忧虑在3季报中表现更为明显, 部分银行关注类贷款的上升幅度较大, 风险主要集中在地方政府融资平台、房地产和两高一剩行业。
- 息差中性偏乐观:
- 站在现在这个时点, 通胀压力上行趋势几乎已经成为共识, 在此背景下进入加息周期似乎不可避免。虽然负债成本上升的压力仍在, 但银行业绩从息差角度来讲至少是中性偏乐观的。2010年10月20日的加息由于活期存款利率维持不变对上市银行息差影响中性略偏正面(对2011年息差总体影响在2bp之内)。如果未来继续以类似的方式加息, 银行息差的受益会更大一些。同时, 按揭贷款折扣的调整也对息差有偏正面的影响。
- 行业面临的政策压力越来越大:
- 从贷存比要求带来的负债成本压力到可能的拨贷比要求带来的拨备计提压力, 甚至包括可能的资本充足率要求的提高(虽然本轮银行融资基本告一段落, 但部分中型银行资本充足率仍然处在一个敏感位置), 以及通胀环境下的信贷规模紧缩预期。因此目前我们仍给予行业“同步大市-A”评级。
- 敏感时期的银行股投资:
- 大银行在复杂多变的环境中看起来比中小银行更具优势, 但市值过大制约了其上行空间。货币政策层面从息差的角度来看对业绩是有利的, 但是从信贷规模的角度至少目前来看难以消除疑虑, 短期来看银行估值仍然面临制约。信贷规模的不确定性在经济工作会议之前难以消除, 但影响是全行业的。因此短期配置的出发点主要考虑到那些资产质量优良、成本压力较小、息差弹性大且估值偏低的银行, 推荐建行、招行、兴业, 长期仍建议关注基本面改善潜力大的南京银行和深发展。

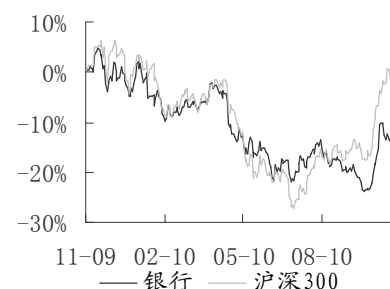
首选股票

目标价

评级

601939	建设银行	6.8	增持-A
600036	招商银行	17.23	买入-A
601166	兴业银行	36.23	买入-B
601009	南京银行	15.05	增持-B

12 个月行业表现



研究员

杨建海

首席行业分析师

021-68765375

yangjh@essence.com.cn

证书编号

S1450209100294

前期研究成果

2010年3季度货币政策执行报告点评

2010-11-03

银行业数据双周报

2010-10-24

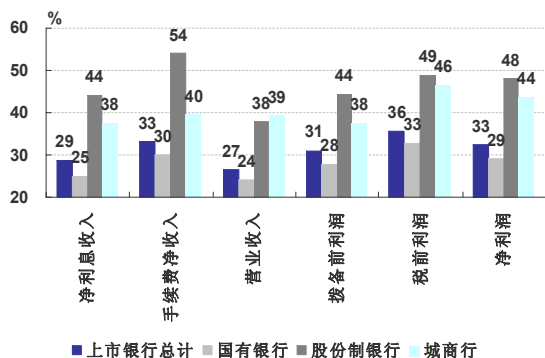
规模预期对银行股构成负面冲击

2010-10-20

1. 三季度业绩稳定，净利润环比小幅上升

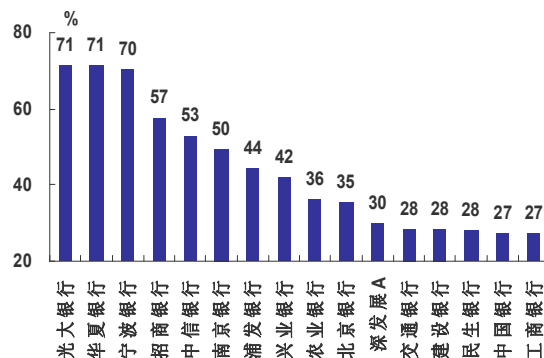
前三季度，上市银行净利润同比增长 32.6%，总体来看，净利息收入、中间业务收入稳定增长，其中光大银行、华夏银行、宁波银行、招商银行、中信银行净利润同比增长达到 50%以上。

图1 各项收入及利润同比增速



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

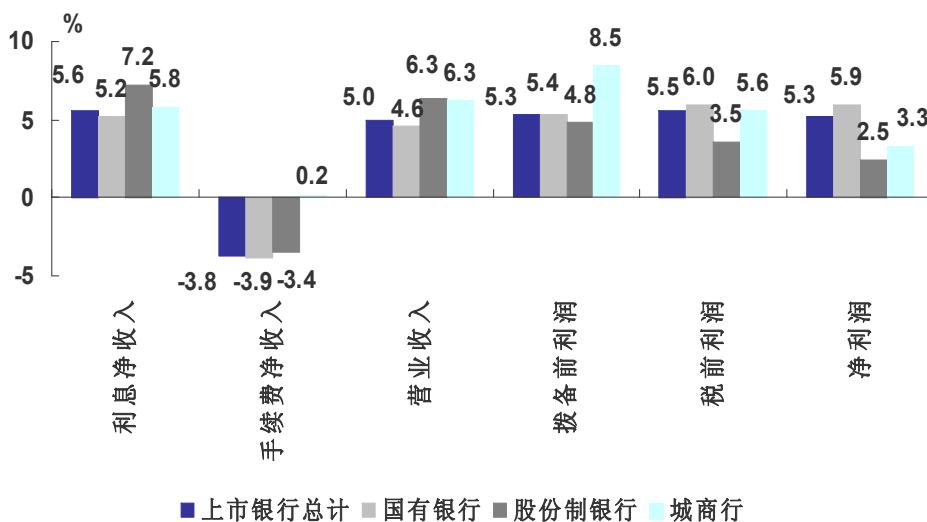
图2 净利润同比增速



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

从单季环比来看，3季度净利润较2季度略有上升，其中国有银行的环比增速最高，达到 6%，股份制银行和城商行净利润环比基本持平。

图3 单季度环比增速



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

表1 上市银行各项收入单季度环比变化

	利息净收入	手续费净收入	营业收入	拨备前利润	税前利润	净利润
深发展 A	6.6	-7.5	5.7	11.0	14.3	16.9
农业银行	7.1	-0.2	6.2	18.3	18.8	16.5
浦发银行	12.6	0.3	9.3	14.8	16.1	15.8
北京银行	5.5	10.3	7.5	11.3	13.1	13.0
建设银行	6.2	-10.4	4.4	4.9	11.0	12.0
中国银行	3.3	3.1	6.0	-1.8	6.7	5.8
南京银行	5.9	-7.6	2.8	6.4	7.7	3.3

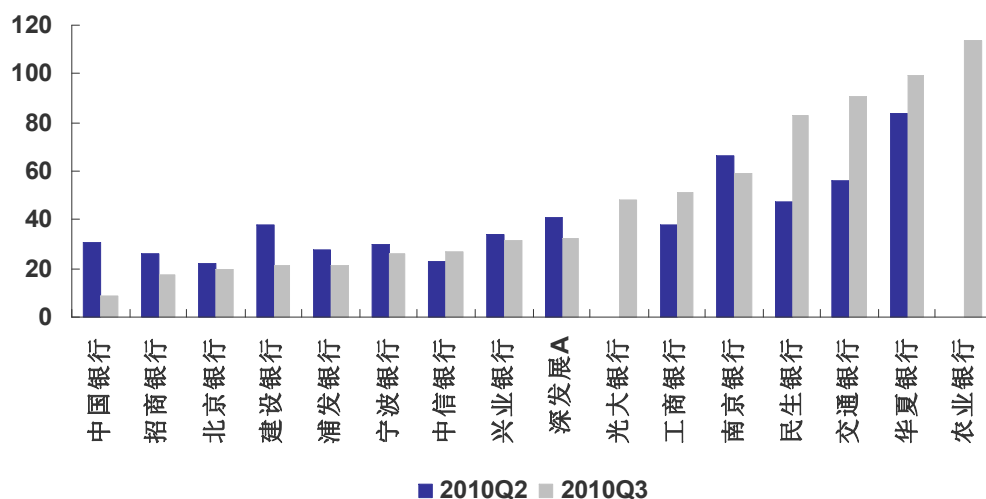
兴业银行	7.4	12.7	6.5	5.9	6.6	3.1
中信银行	6.4	18.6	10.0	4.2	2.7	2.3
招商银行	5.0	-4.5	6.1	-2.3	2.1	1.2
工商银行	4.6	-5.1	2.8	2.4	-1.4	-0.9
交通银行	3.5	-3.2	4.4	5.8	-7.5	-7.3
民生银行	7.1	-20.5	1.8	5.4	-7.2	-10.0
华夏银行	4.1	-15.4	3.3	-0.6	-11.5	-10.7
宁波银行	6.7	-12.2	6.4	1.8	-15.2	-19.5

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

3 季度净利息收入受到规模和息差的推动稳定增长, 而中间业务受到银信合作业务叫停、资本市场波动的影响环比略有下降。

从信用成本来看, 下降最为明显的是中行和建行, 分别比 2 季度减少 22bp 和 17bp, 拨备的反哺直接推动了 3 季度业绩的环比增速。信用成本上升最为明显的是民生和交行, 均比 2 季度增加 35bp 左右。民生银行拨备的增加主要针对增速较快的商贷通业务。商贷通业务 3 季度较年初增幅达到 168%。交通银行资产质量在 3 季度出现变化, 不良贷款余额较 2 季度末增加 12.51 亿元, 关注类贷款较 2 季度末大幅增加 221 亿元, 导致信用成本上升。

图 4 单季度信用成本



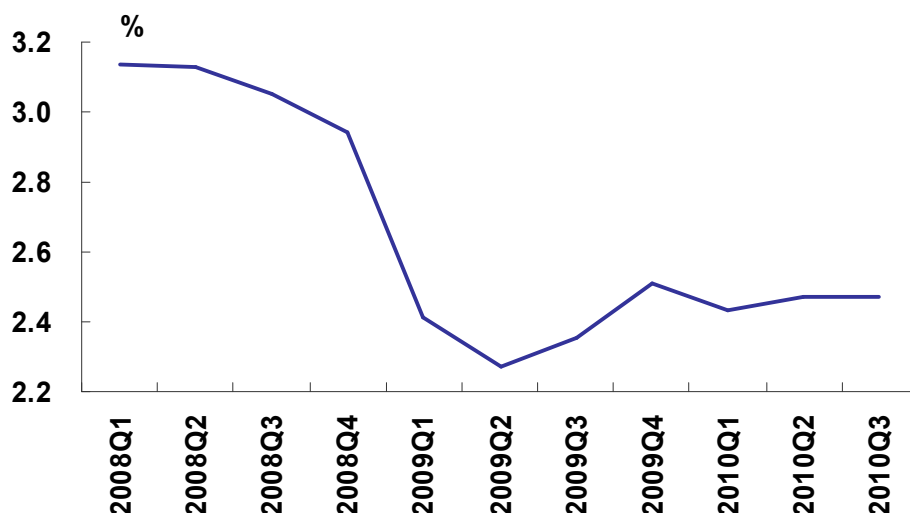
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2. 息差：中性偏乐观

从 3 季度息差表现来看, 整体平均净息差与 2 季度基本持平 (加权平均息差略有上升, 主要因为大银行息差环比上升)。16 家上市银行中, 息差环比上升的有 8 家, 息差下降的有六家, 交行息差环比持平, 光大银行缺乏季度数据对比, 但预计 3 季度息差与 2 季度也是基本持平的。息差表现较好的主要是大银行。

对息差表现的拖累因素主要体现在负债成本, 乐观因素在于加息和按揭折扣调整。整体来看, 息差因素对银行业绩的影响中性略偏乐观。

图5 上市银行平均净息差（单季度年化）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表2 上市银行单季度息差及变化

%	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2季度息差变化	3季度息差变化
建设银行	2.36	2.43	2.52	0.07	0.09
浦发银行	2.41	2.52	2.60	0.11	0.08
农业银行	2.42	2.52	2.58	0.10	0.06
深发展 A	2.42	2.50	2.55	0.08	0.05
中国银行	2.01	2.03	2.07	0.02	0.03
中信银行	2.46	2.57	2.60	0.11	0.03
工商银行	2.30	2.40	2.43	0.10	0.03
招商银行	2.40	2.52	2.56	0.12	0.03
交通银行	2.41	2.46	2.46	0.05	0.00
光大银行			2.34		
宁波银行	2.73	2.57	2.42	-0.15	-0.15
北京银行	2.38	2.34	2.23	-0.05	-0.10
华夏银行	2.36	2.45	2.40	0.09	-0.06
民生银行	2.86	2.94	2.90	0.08	-0.05
兴业银行	2.42	2.32	2.27	-0.10	-0.05
南京银行	2.55	2.49	2.47	-0.06	-0.02

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2.1. 银行议价能力提升，中小银行负债成本上升较快

从生息率来看，3 季度生息率均处在上升通道，这与央行货币政策执行报告中公布的加权贷款利率变化趋势一致。中小银行弹性较大，特别是中小企业贷款业务的增速较快带动了议价能力的提升，生息率上升较快。

在 2 季度末银行为了满足贷存比要求大力增加存款，吸收了部分定期存款和协议存款，导致负债成本上升，这一点在中小银行中表现的尤为明显。大银行由于资金优势成本端的上升幅度明显小于中小银行。

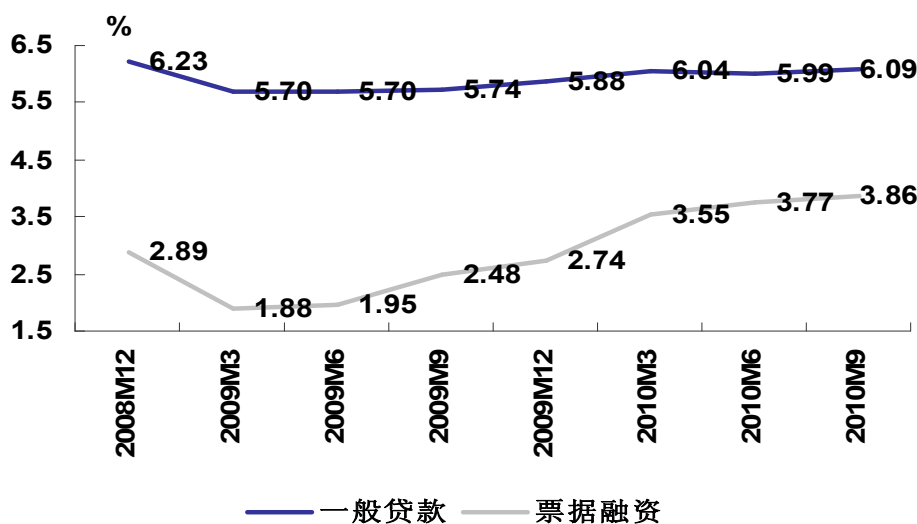
表 3 上市银行单季度生息率和付息率

%	2010Q2	2010Q3	2010Q2	2010Q3	生息率变化	付息率变化
光大银行	NA	4.21	NA	1.95	NA	NA
宁波银行	4.29	4.47	1.80	2.14	0.18	0.34
浦发银行	4.02	4.19	1.57	1.67	0.17	0.10
华夏银行	4.63	4.78	2.26	2.47	0.15	0.21
南京银行	3.90	4.03	1.50	1.66	0.13	0.15
交通银行	4.02	4.12	1.63	1.74	0.10	0.11
建设银行	3.68	3.78	1.34	1.33	0.09	0.00
中国银行	3.30	3.38	1.33	1.38	0.09	0.06
中信银行	3.84	3.93	1.35	1.41	0.08	0.06
招商银行	3.73	3.80	1.28	1.33	0.08	0.05
深发展 A	4.11	4.18	1.67	1.72	0.07	0.05
民生银行	4.42	4.47	1.55	1.66	0.05	0.11
工商银行	3.65	3.69	1.32	1.33	0.04	0.01
兴业银行	4.31	4.33	2.09	2.17	0.02	0.08
北京银行	3.71	3.72	1.47	1.59	0.01	0.12
农业银行	4.27		1.30			

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

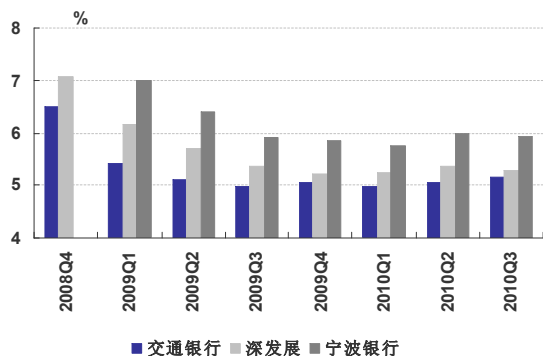
注：光大银行缺乏 2 季度单季度数据对比，农业银行 2 季度数据为日均余额口径，由于 3 季度银行未公布日均数据，因此用期末数据计算的结果略有差异，这里未列出。其他为期末口径数据。

图 6 加权贷款利率



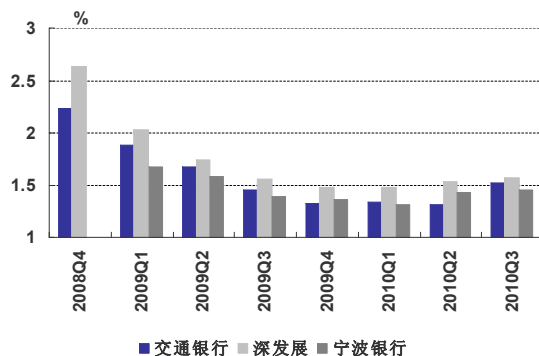
数据来源：货币政策执行报告，安信证券研究中心

图 7 日均余额口径的贷款利率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 8 日均余额口径的存款利率

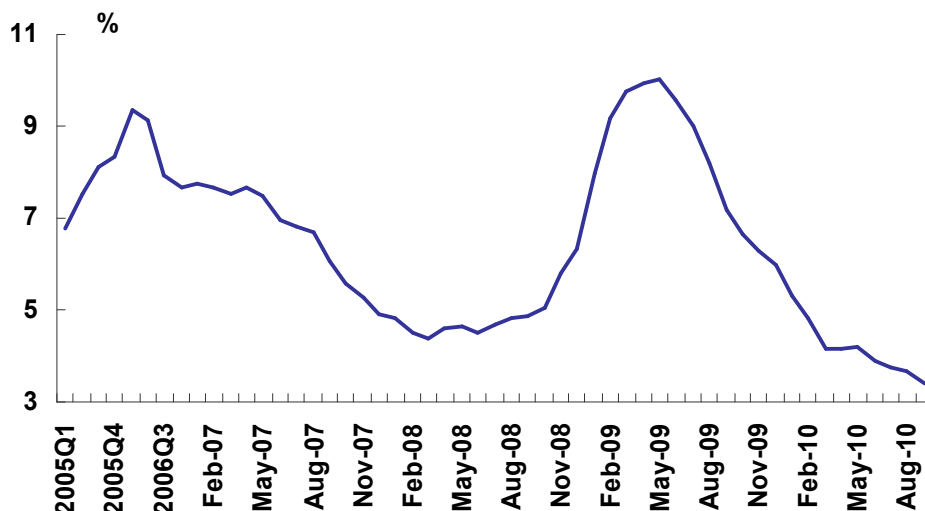


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2.2. 部分银行息差受益结构调整，但后续空间很小

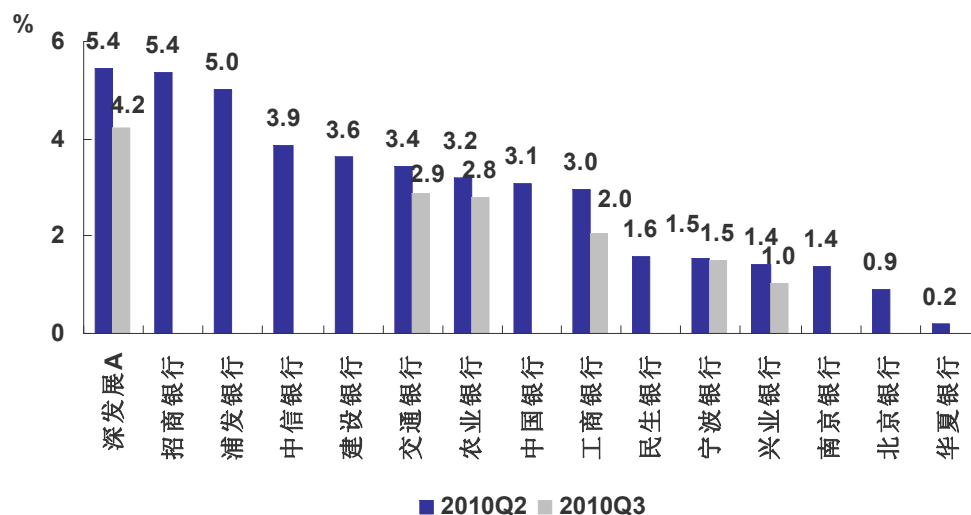
3 季度生息率环比上升较快的深发展、招行、浦发、中信、建行在 2 季度末的票据占比在 3.6% 以上，高于其他银行，3 季度票据的压缩对生息率的提升产生部分贡献。截止 3 季度末，金融机构总体票据余额占比已经降至 3.4% 的历史低位，后期压缩的空间有限。

图 9 人民币票据余额占比



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图10 上市银行票据余额占比



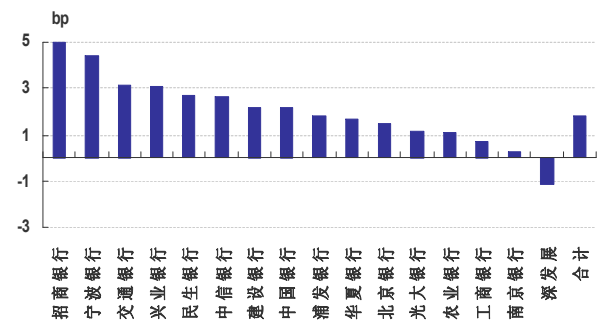
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2.3. 乐观因素来自加息和按揭折扣调整

中国目前面临的通货膨胀压力较大，根据安信固定收益小组的预测，10 月份我国的通货膨胀率有可能达到 4% 左右，年末可能有所缓和，回落至 3%，明年上半年中国的通货膨胀压力将再度上升，可能达到 4.5% 左右的水平。从历史上看，通货膨胀压力将导致加息周期。2010 年 10 月 20 日，央行宣布加息，这是自 2008 年降息以来第一次调整存贷款利率。由于活期存款利率维持不变，加息对上市银行息差影响中性略偏正面（对 2011 年息差的总体影响在 2bp 之内）。如果未来继续以类似的方式加息，银行息差的受益会更大一些。

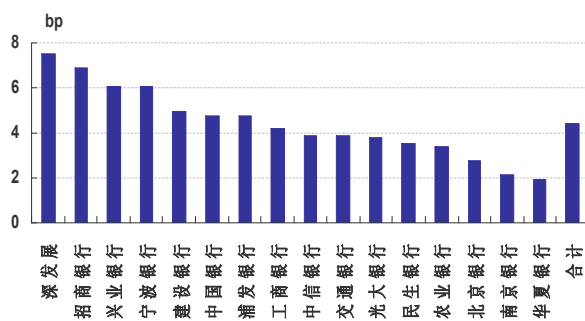
按揭贷款方面，近期银行普遍将首套房贷优惠利率的最低折扣从七折上调至八五折。从增量贷款来看，对银行息差的影响不明显，但是如果银行将存量贷款的折扣也进行调整，那么息差将因此而受益（这种可能性是存在的）。

图 11 一次加息对息差的影响（活期存款利率不变）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 12 部分存量按揭折扣调整对净息差的影响



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：假设50%的存量按揭贷款折扣从七折调整为八五折。

3. 信用成本：来自监管和资产质量的压力仍然存在

3 季报中部分银行出现了关注类贷款和不良贷款余额的反弹。不良余额的反弹部分原因是银行为应对或有的拨贷比要求减少了核销，但是关注类贷款的增加表明资产质量压力不容忽视。3 季度新增的关注类贷款主要集中在制造业、房地产行业、融资平台相关领域和两高一剩行业。

表 4 上市银行不良贷款和不良率

	不良贷款		不良率	
	2010Q2	2010Q3	2010Q2	2010Q3
光大银行	6,870	6,407	0.95%	0.87%
宁波银行	578	635	0.62%	0.65%
浦发银行	6,465	6,490	0.62%	0.60%
华夏银行	6,283	6,277	1.28%	1.23%
南京银行	805	780	1.06%	0.98%
交通银行	25,333	26,584	1.22%	1.22%
建设银行	65,168	62,607	1.22%	1.14%
中国银行	64,591	61,145	1.20%	1.10%
中信银行	9,705	9,724	0.81%	0.81%
招商银行	8,850	8,824	0.67%	0.64%
深发展 A	2,292	2,262	0.61%	0.57%
民生银行	7,512	7,397	0.79%	0.75%
工商银行	80,073	75,731	1.26%	1.15%
兴业银行	3,890	3,984	0.49%	0.48%
北京银行	2,371	2,333	0.76%	0.72%
农业银行	107,086	99,438	2.32%	2.08%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表 5 部分银行关注类贷款变化

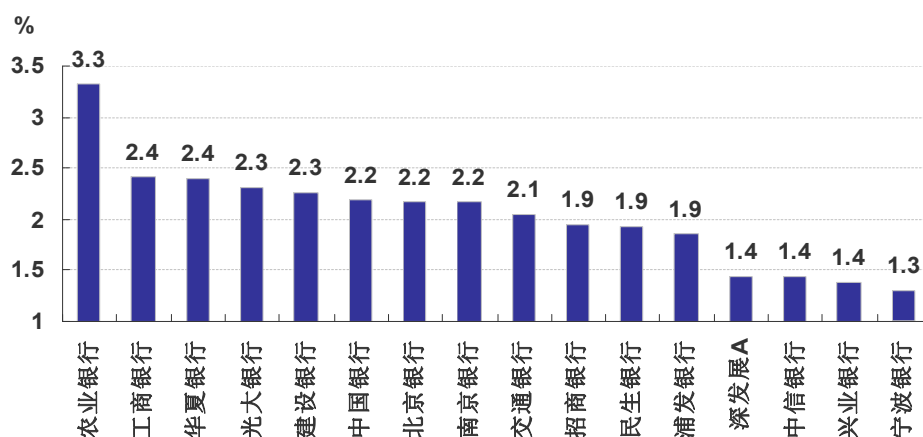
	关注类贷款		关注类占比	
	2010Q2	2010Q3	2010Q2	2010Q3
宁波银行	1,981	2,216	2.12%	2.29%
浦发银行	7,308	6,710	0.70%	0.62%
南京银行	2,127	2,361	2.79%	2.96%
交通银行	49,708	70,831	2.40%	3.26%
建设银行	209,591	206,493	3.92%	3.76%
深发展 A	929	815	0.25%	0.20%
民生银行	12,290	11,728	1.29%	1.18%
兴业银行	7,056	7,690	0.89%	0.93%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：3 季报中只有部分银行公布了五级分类数据。

资产质量的变化趋势取决于宏观经济的大环境。从拨备政策来看，大银行拨备占贷款余额的比重接近 2.5%，即使政策推出，增量贷款拨备计提带来的信用成本压力并不大。中小银行则差距较大。但是拨贷比指标有惩劣罚优、导致银行减少核销的负面影响，这是银监会在政策推出过程中不得不考虑的。一种可能的方式是系统性重要银行较早实施新政策，这种情况下中型股份制银行面临拨备一次性冲击较大。

图 13 拨备/贷款余额



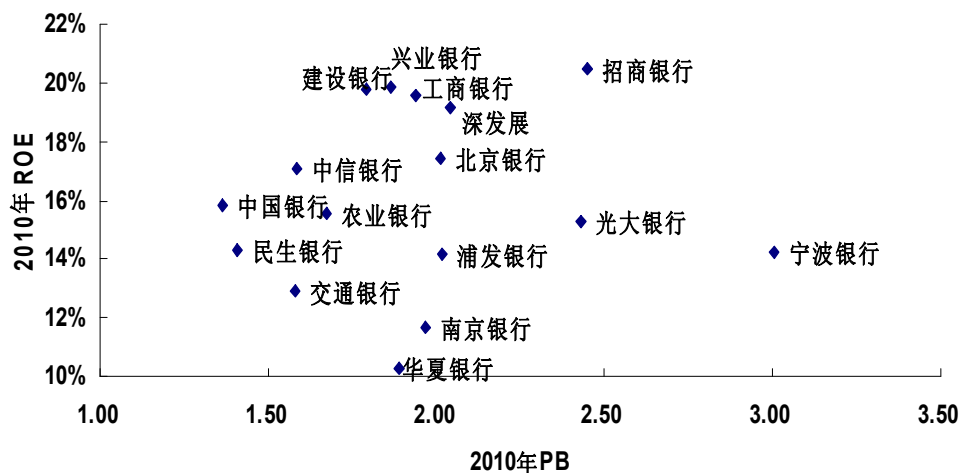
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

4. 敏感时期的银行股投资策略

3 季度银行业绩略高于我们之前的预期，主要原因是大银行息差上升幅度较大和信用成本仍维持低位。站在现在这个时点，通胀压力上行趋势几乎已经成为共识，在此背景下进入加息周期似乎不可避免。虽然负债成本上升的压力仍在，但银行业绩从息差角度来讲至少是中性偏乐观的。然而银行业面临的来自政策的压力似乎越来越大，从贷存比要求带来的负债成本压力到可能的拨贷比要求带来的拨备计提压力，甚至包括可能的资本充足率要求的提高（虽然本轮银行融资基本告一段落，但部分中型银行资本充足率仍然处在一个敏感位置），以及通胀环境下的信贷规模紧缩预期。大银行在复杂多变的环境中看起来比中小银行更具优势，但市值较大制约了其上行空间。货币政策层面从息差的角度来看对业绩是有利的，但是从信贷规模的角度至少目前来看难以消除疑虑，短期来看银行估值仍然面临制约。信贷规模的不确定性在经济工作会议之前难以消除，但影响是全行业的。因此短期配置的出发点主要考虑到那些资产质量优良、成本压力较小、息差弹性大且估值偏低的银行，推荐建行、招行、兴业，长期

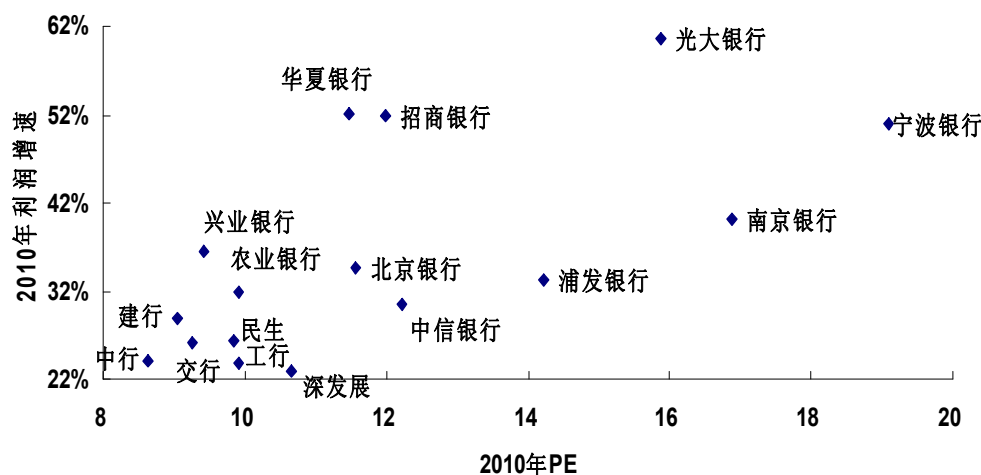
仍建议关注基本面改善潜力大的南京银行和深发展。

图 14 银行股 PB 与 ROE（考虑融资）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 15 银行股 PE 与利润增速（考虑融资）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

建设银行：经营稳健，负债成本压力较小，资产质量平稳。从结构来看，活期存款占比接近 55%，票据压缩的空间在上市银行中排在前列，息差弹性在大银行中处于首位。资本补充完成之后，业务发展能够得到有效保障。从拨贷比来看，建行每年新增拨备占新增贷款的比重在 2.5% 左右，即使有拨备新规影响也不会很大。

招商银行：息差弹性大，二次转型进展顺利，零售业务和中小企业业务的发展为息差的持续提升创造了条件。资产质量良好。

兴业银行：不良率维持低位，目前估值偏低，主要是由于前期市场对房地产的担心导致兴业股价严重低估，但公司今年以来已经开始将业务重点转向个人经营性贷款。估值修复机会较大。

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034