

等待阴霾散去

2011 年银行股投资策略

报告关键点:

- 盈利增速下降、风险溢价提高和同质性导致估值中枢难以大幅上移
- 信贷规模回归常态，资产质量风险不大，但拨备压力推升信用成本
- 政策风险释放是估值修复的催化剂
- 推荐农行、建行、华夏、南京

报告摘要:

- 盈利增速下降、风险溢价提高和行业同质性强导致估值中枢难以大幅上移:
- 虽然目前的估值水平已经基本反映了盈利增速放缓的预期，但监管政策、货币政策的不确定性依然是制约估值的风险因素，同时高度的同质性导致板块估值水平系统性上移的空间较小。
- 我们预计2011年行业盈利增速在17%左右，其中国有银行、股份制银行和城商行盈利增速分别为16%、20%和28%。国有大行在不确定的环境中更具有稳定性，小银行总体发展环境要好于中型银行，规模增速相对更高。
- 加息周期中息差受益，但信用成本在拨备政策的冲击下预计上行10bp左右:
- 从信贷与GDP的关系来看，不低于6.5万亿的规模对行业影响中性；进入加息周期，假设有四次不同形式的加息（两次对称和两次不对称加息），息差将因此出现10bp的反弹，对净利润的正面影响在7%左右。紧缩环境下银行议价能力上升，但将被负债成本的上升所抵消。在宏观经济稳定的环境下，我们认为资产质量不会发生大的波动（不良余额上升但不良率持平），上市银行目前的超额拨备水平最低的可以抵御0.2%的不良率上升，对信用成本压力较小。但在2.5%的拨备率要求压力下，信用成本会有10bp左右的上升。
- 加息和银行股跑赢之间并无必然联系，政策风险释放是估值修复的催化剂:
- 上一轮加息周期之初银行股跑赢指数机会较多，主要原因在于盈利的高增长、充足的流动性和相对较小的板块市值，同时税改预期对股价起到重要的推动作用。2011年的环境完全不同。但目前银行股的相对估值水平已经处于历史低位，参考国际市场，从PB的角度来看，银行业指数与市场整体PB的比值平均在0.8左右，而中国目前的水平是0.62，相对来说也是偏低的。在货币政策和监管政策风险释放之后，估值存在修复空间。
- 制度环境加快盈利结构调整，差异化将带来估值的分化:
- 国际经验表明，制度环境将加快银行盈利结构调整，具有差异化经营的银行将获得高估值。长期的差异化经营突破点主要体现在客户结构差异（小企业贷款发展迅速带来的高议价能力）、经济结构转型背景下零售业务的发展、资本约束环境下的中间业务发展。
- 投资建议:
- 短期的配置逻辑主要在于政策风险相对较小、存在信用成本改善空间、加息周期中受益多、估值具备安全边际的银行，我们推荐农行、建行、南京、华夏；从息差弹性和差异化经营潜力的角度招行、民生值得关注，但需要等到资本金要求相关政策落地之后。

银行

同步大市-A

上次评级

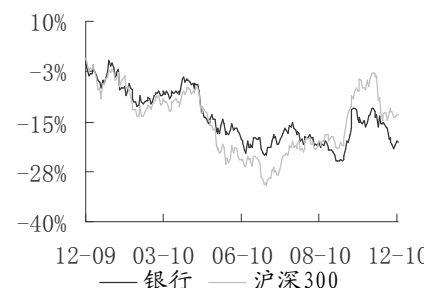
同步大市-A

报告日期

2010-12-16

首选股票	目标价	评级
601288 农业银行	3.08	增持-B
601939 建设银行	6.8	增持-A
600015 华夏银行	14.6	增持-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
证书编号

yangjh@essence.com.cn
S1450209100294

前期研究成果

银行业数据双周报(2010年11月22日)

2010-11-22

银行: 信贷超预期, 居民户存款大幅下降

2010-11-12

银行: 央行提高存款准备金率点评

2010-11-11

目 录

1. 核心观点	5
2. 盈利趋势：高增长难再	6
2.1. 规模增长回归常态	6
2.2. 信用成本上升是大概率事件.....	8
2.2.1. 拨备政策的冲击	9
2.2.2. 资产质量风险不大，但不良余额可能上升	11
2.3. 息差：不一样的周期	13
2.3.1. 息差与货币政策周期	13
2.3.2. 本轮周期的不同之处	15
3. 政策风险溢价提高	18
3.1. 后金融危机时代监管趋严.....	18
3.2. 货币政策的不确定性增大.....	19
4. 差异化引领未来	20
4.1. 美国商业银行资本约束提高对资产负债结构和业务结构的影响.....	20
4.2. 差异化带来高估值的案例：印度 HDFC	21
5. 投资建议	22
5.1. 政策风险释放之后存在估值修复机会.....	22
5.2. 选股思路	23

图 表 目 录

图 1	各类银行历史 ROA 及预测	6
图 2	各类银行净利润增速及预测	6
图 3	美国 GDP 增速和商业银行信贷增速 (%)	6
图 4	信贷增速与 GDP	7
图 5	信贷增量与 GDP	7
图 6	贷款增速比较	8
图 7	上市银行贷存比 (2010Q3)	8
图 8	信用成本	8
图 9	拨备/拨备前利润	9
图 10	2.5%拨备率之下增量信贷信用成本情景分析	9
图 11	拨备/贷款余额 (2010Q3)	10
图 12	2011 年信用成本增量预测 (拨贷比对存量的冲击)	11
图 13	美国 GDP 增速和不良率	11
图 14	香港 GDP 增速和不良率	11
图 15	泰国 GDP 增速和不良率	11
图 16	台湾 GDP 增速和不良率	11
图 17	商业银行不良率	12
图 18	上市银行不良率	12
图 19	上市银行超额拨备率 (150%标准)	13
图 20	利率的历次调整	13
图 21	主要股份制银行息差	14
图 22	超储率和法定存款准备金率	14
图 23	各项资产收益率	14
图 24	固定资产投资增速和 GDP (%)	15
图 25	CPI (%)	15
图 26	金融机构贷存比 (含票据)	16
图 27	票据贴现余额占比	16
图 28	新增中长期贷款占比	16
图 29	中长期贷款余额占比	16
图 30	四次加息对息差的影响	16
图 31	四次加息对净利润的影响	16
图 32	存量按揭折扣调整对息差的影响	17
图 33	银行股指数相对表现	17

图 34	银行股指数相对估值	18
图 35	2006-2008 年盈利高速增长中税改的贡献较大	18
图 36	上市银行资本充足率	19
图 37	信贷投放季度分布	20
图 38	美国商业银行 1988-1993 年间贷款占比	20
图 39	美国商业银行国债及机构债券投资占比	20
图 40	美国商业银行商业地产贷款/民用地产贷款	21
图 41	美国商业银行利息收入/非息收入	21
图 42	HDFC PE 与银行业指数对比	21
图 43	HDFC PB 与银行业指数对比	21
图 44	各银行指数相对 PE	22
图 45	各银行指数相对 PB	22
图 46	美国银行业 PB/指数 PB 平均在 0.64	22
图 47	印度银行业 PB/指数 PB 在 0.53	22
图 48	德国银行业 PB/指数 PB 平均在 0.71	23
图 49	香港银行业 PB/指数 PB 平均在 1.25	23
图 50	上市银行 PB 估值	23
图 51	上市银行 PE 估值	24
表 1	2010 年以来制约银行股估值的风险因素	5
表 2	上市银行单季度信用成本	10
表 3	上市银行不良贷款情况	12
表 4	部分上市银行关注类贷款情况	12
表 5	2004-2007 年的历次加息	14
表 6	2004 年以来存款准备金率的历次调整	15
表 7	巴塞尔 III 改革方案中新的资本金要求	19
表 8	银行业指数相对大盘指数 PB (历史平均)	23

1. 核心观点

2010年以来银行股在盈利高增长的同时，估值始终维持低位。从绝对估值的角度来看，低估值的核心原因在于盈利增速的下降和风险溢价的提高，而风险主要来自政策的不确定性（见表1）。

我们认为，中期内行业估值难以出现系统性抬升，主要原因来自三个方面：第一，行业盈利增速在未来两年内难以达到2006-2008年的高增长水平；第二，政策风险仍将继续压制估值，包括监管政策和货币政策；第三，行业高度的同质性和总市值占比。短期来看，目前的估值水平下降空间有限，存在估值修复的机会，催化剂来自监管政策和货币政策兑现之后的利空释放。长期来看，具有差异化经营的银行将获得高估值，这种差异化主要表现在客户结构差异（小企业贷款发展迅速带来的高议价能力）、经济结构转型背景下零售业务的发展速度、资本约束提高环境下的中间业务发展（低资本消耗）。

站在现在的时点看2011年，从信用成本、息差和信贷规模三大因素来看，信用成本偏负面、信贷规模接近中性（不低于6.5万亿）、息差在加息周期中偏正面，我们预计2011年行业盈利增速在17%左右，其中国有银行、股份制银行和城商行盈利增速分别为16%、20%和28%。国有大行在不确定的环境中更具有稳定性，小银行总体发展环境要好于中型银行，仍处在扩张的阶段，规模增速相对更高，中型银行一方面处在转型初期，另一方面面临较大的政策压力。

短期的配置逻辑主要在于政策风险相对较小、估值具备安全边际的大型银行。从监管政策的角度，拨备、资本充足的银行较为有利，主要是农行、工行、建行、华夏、南京，从货币政策偏紧的角度活期存款占比高、议价能力高的银行较为有利，主要是农行、招行、宁波、民生；从资产质量的角度来看，改善空间较大的农行、南京、华夏值得关注；从长期业务结构调整潜力的角度，招行、民生、浦发值得关注。因此，结合各方面因素，我们推荐农行、建行、南京、华夏。

表 1 2010 年以来制约银行股估值的风险因素

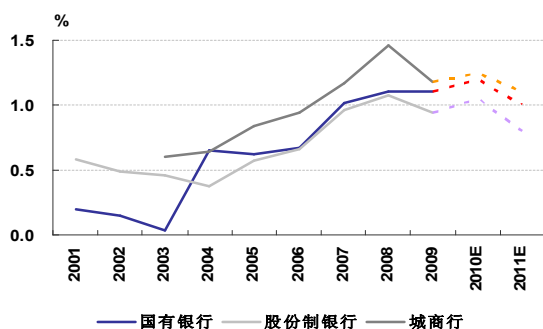
风险因素	内容
地方政府融资平台	在 2009 年 9.6 万亿超常规信贷投放背景下产生的地方政府融资平台问题一直困扰市场，虽然每家银行清查的结果都是资产质量良好，但是并没有充足的证据说服市场相信巨额信贷投放过程中无不良产生。有关融资平台的资产质量、拨备计提问题成为一个主要的风险因素
贷存比考核	出于贷款规模控制和流动性风险防范的考虑，银监会要求商业银行在 2010 年 6 月末前贷存比控制在 75% 之下，下半年甚至开始进行月末贷存比考核。由于多数中小银行贷存比偏高，贷存比要求可能带来的负债成本压力成为又一个风险因素。
房地产调控	政府对房地产市场出台的一系列调控政策使得市场对银行的资产质量产生担忧。
银信合作叫停	银监会《关于规范银信合作理财合作业务有关事项的通知》要求银行将之前的银信理财合作业务中，所有表外资产在 2010-2011 年两年全部转入表内，并按 150% 的拨备覆盖率计提拨备。
巴塞尔新资本协议	在巴塞尔委员会通过了提高银行资本金要求的改革方案之后，市场传言银监会将出台四大监管工具，从资本金要求、杠杆率、流动性指标各方面跟随国际趋势加强监管。
拨贷比	作为中国化的动态拨备制度，市场传言银监会拟提出新的拨备标准，要求银行将拨备占贷款余额的比重提高到 2.5%。而大部分中小银行拨贷比均未达标，部分银行拨贷比不到 1.5%。
利率市场化	有关利率市场化加速推进、银行利差收窄的担忧使得市场对银行中长期盈利能力持悲观态度，并表现在当前要求的风险溢价中。
和放开存款利率上限	高企的 CPI 使得市场对货币政策紧缩的预期加强。信贷紧缩、调整存款准备金率、加息（加息理论上利好银行基本面，但从收益率的角度不利于股价）
通货膨胀和货币政策	

数据来源：安信证券研究中心

2. 盈利趋势：高增长难再

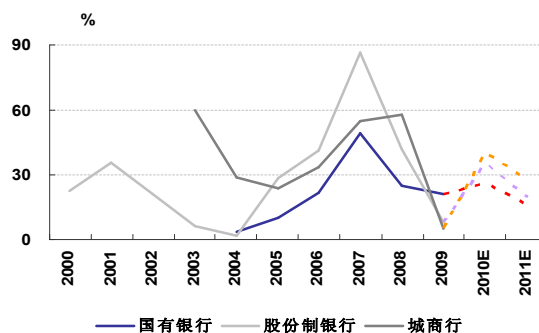
从2004年到2007年，银行业盈利增速逐年加快，净利润增速在2007年达到60%（2007年税改对盈利的贡献达40%），ROA在2008年达到1.1%的历史高点。

图 1 各类银行历史 ROA 及预测



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 2 各类银行净利润增速及预测



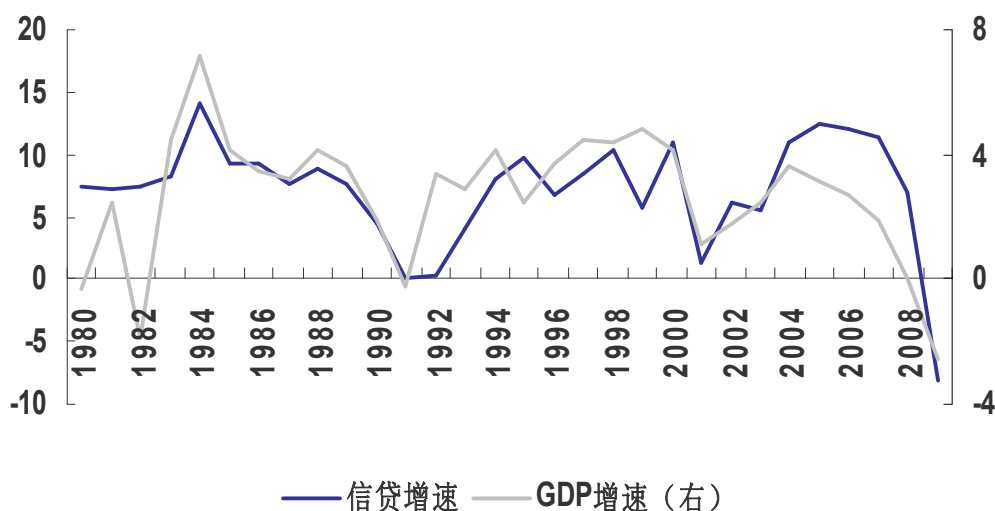
数据来源：WIND, 安信证券研究中心

站在现在这个时点看 2011 年，我们认为盈利难以达到前期的高点，行业净利润增速将回落至 15-20%之间，核心原因在于我国银行业仍然以利息收入为主，信贷规模控制导致高增长不可持续，同时拨备对利润的反哺空间也已经逐渐消失。假设进入加息周期，息差的反弹成为行业盈利增长的主要推动力量，但动力略显不足。

2.1. 规模增长回归常态

银行信贷通常是对经济环境做出的反馈，并与经济环境互相作用，表现出明显的顺周期性质。

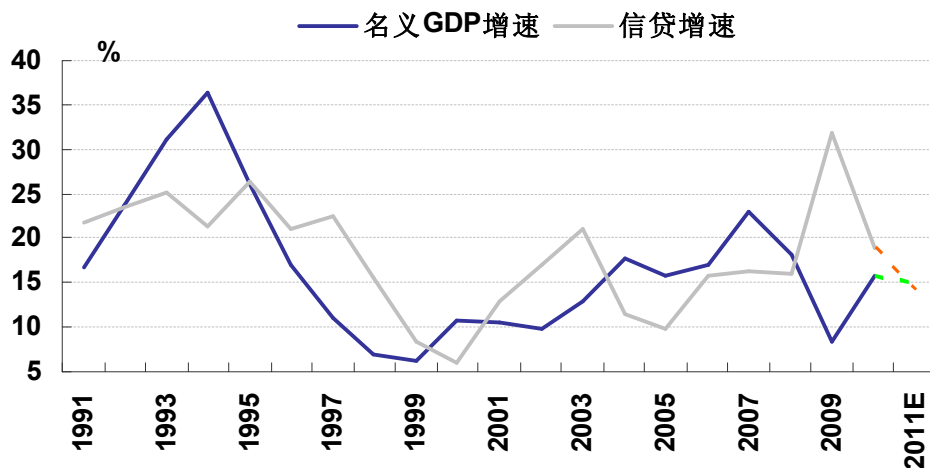
图 3 美国 GDP 增速和商业银行信贷增速（%）



数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

虽然规模顺周期性在我国的表现并不尽一致（货币政策的外生冲击相对更大），但在2001-2008年期间，平均信贷增速基本上保持在14-15%左右的水平。

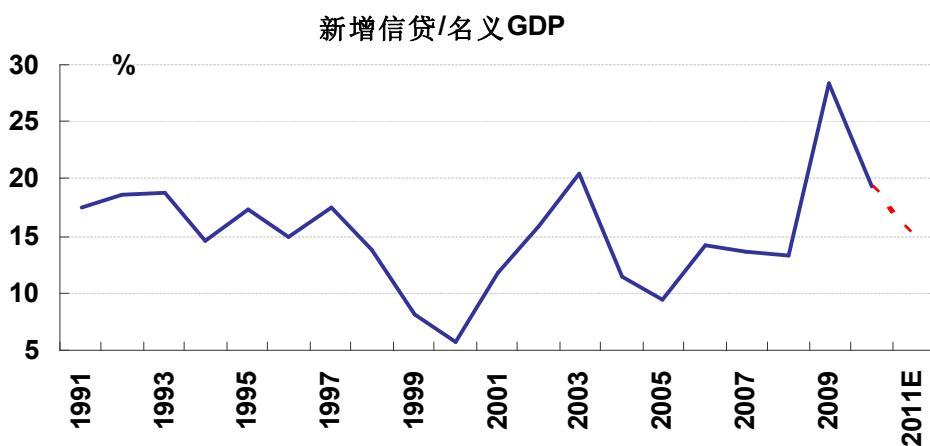
图 4 信贷增速与 GDP



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

从新增信贷与名义 GDP 的比值来看, 2001 年以来基本在 13-15% 的平台左右。2009 年在经济刺激计划下, 信贷增速超过 30%。2011 年货币政策将从反危机时的超常规状态向常态回归, 从信贷与 GDP 增速、信贷增量与 GDP 的关系来看, 我们认为新增信贷与名义 GDP 的比值大概在 14.5-15% 左右, 对应 2011 年新增信贷 6.7 万亿。

图 5 信贷增量与 GDP

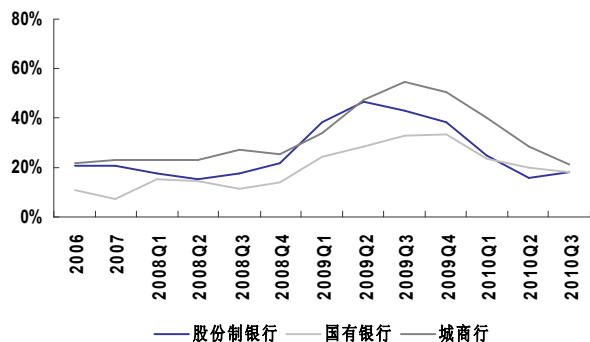


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

注: 图 4 和图 5 假设 2010 年名义 GDP 增速 15.8%, 2011 年 15%, 2011 年新增信贷/名义 GDP 为 14.7%, 对应的 2011 年信贷增速 14%, 新增信贷 6.7 万亿。

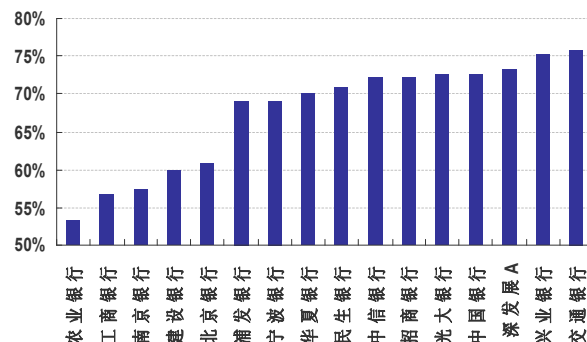
从上市银行的情况来看, 城商行由于自身规模较小, 在严格的信贷规模控制下能够维持相对股份制银行和国有银行更高的规模增速。整体来看, 由于贷存比限制, 贷存比相对较低的银行成长空间更大, 如南京银行和农业银行。

图 6 贷款增速比较



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 7 上市银行贷存比 (2010Q3)

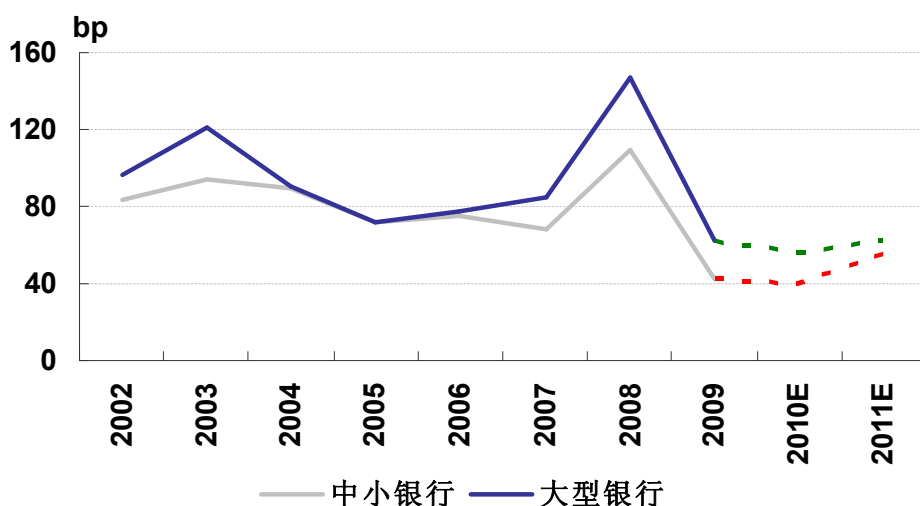


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2.2. 信用成本上升是大概率事件

从2000年以来的历史数据来看,信用成本一直处于下降的趋势中(比较大的波动是在2003年和2008年。2003年信用成本上升的背景是银监会的成立和对商业银行拨备要求的提高;2008年信用成本上升有两个原因:不良生成率上升、银监会进一步提高拨备覆盖率要求至150%)。2011年信用成本上升是大概率事件。如果资产质量基本稳定(房地产市场不出现大的波动、地方政府融资平台风险小于预期),信用成本压力将主要受到拨备政策的一次性冲击,上升幅度在10bp左右。

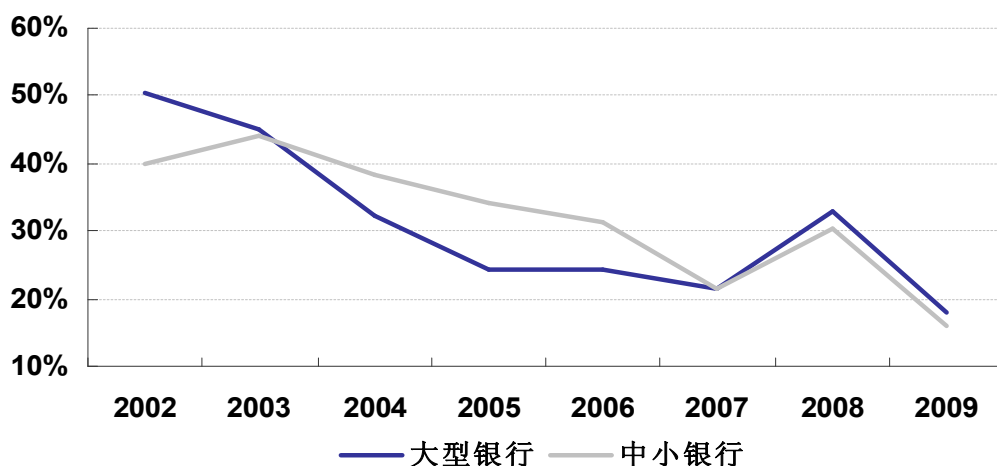
图 8 信用成本



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

注: 包括农行在内。

图 9 拨备/拨备前利润



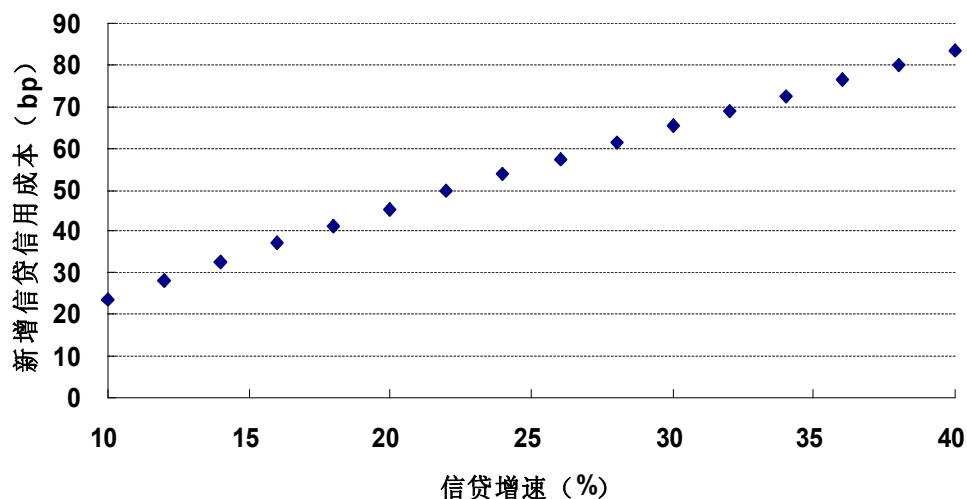
数据来源：WIND, 安信证券研究中心

2.2.1. 拨备政策的冲击

银监会拟出台拨备新标准，要求银行将拨备和贷款余额的比重提高至 2.5%。虽然目前仍对这一标准存在争议，但大概率的可能是在 2011 年将会实施，只是细节方面不会采取一刀切的形式，而是对系统重要性银行要求 2012 年底达标，非系统重要性银行要求 2016 年底达标。从目前的现状来看，大银行面临的压力不大，但中小银行可能受到的一次性冲击较大。

从信贷增量方面考量，信用成本面临的压力主要在于下降空间消失。目前中小银行的信用成本在 40bp 左右，大型银行在 60bp 左右（剔除农行高达 100bp 以上的信用成本，整个上市银行信用成本大致在 40bp 左右）。未来通过降低信用成本实现拨备对利润的反哺不再可能继续。

图 10 2.5%拨备率之下增量信贷信用成本情景分析



数据来源：安信证券研究中心

由于大型银行、中小银行信贷增速的差异，拨贷比从增量的角度对中小银行信贷扩张的制约更大。

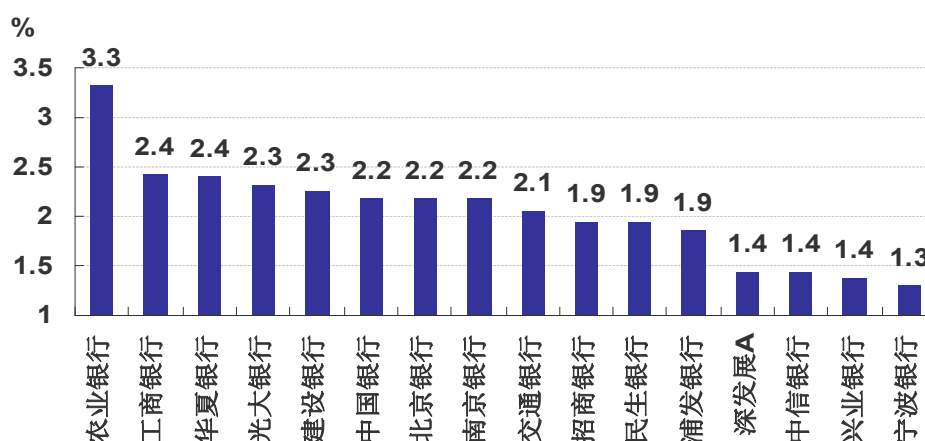
表 2 上市银行单季度信用成本

单位: bp	2010Q1	2010Q2	2010Q3		2010Q1	2010Q2	2010Q3
中国银行	47.2	31	9.1	深发展 A	13.2	40.7	32.6
招商银行	51.7	26.3	17.6	光大银行	NA	NA	48.2
北京银行	-21.6	21.9	19.4	工商银行	27.2	38.1	51.5
建设银行	41.3	38.3	21.2	南京银行	70.8	66.2	59.4
浦发银行	34.3	27.7	21.5	民生银行	52.1	47.3	82.6
宁波银行	29.5	30.3	26.3	交通银行	55.4	55.9	90.5
中信银行	43.4	22.6	26.9	华夏银行	79.1	84	99.9
兴业银行	38.7	34.2	31.9	农业银行	NA	NA	113.6

数据来源: 安信证券研究中心

从信贷存量方面考量, 目前除了农行拨贷比达到 2.5% 以上之外, 其他银行均未达标, 大银行基本接近达标。

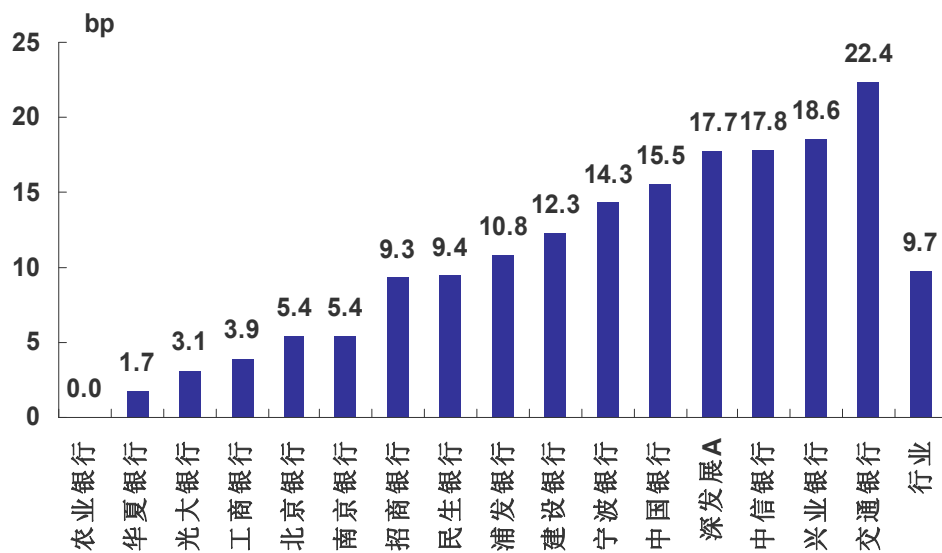
图 11 拨备/贷款余额 (2010Q3)



数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

假设四大国有银行和交行在 2011 年和 2012 年分两年达标, 其他银行在 2011-2016 年间分 6 年时间达标, 从拨备缺口来看, 上市银行 2011 年信用成本将增加 10bp 左右 (信用成本增加 10bp 对净利润的负面影响在 3%-6% 之间)。其中农行、华夏、光大、工行、北京、南京受到的冲击相对较小。

图 12 2011 年信用成本增量预测（拨贷比对存量的冲击）

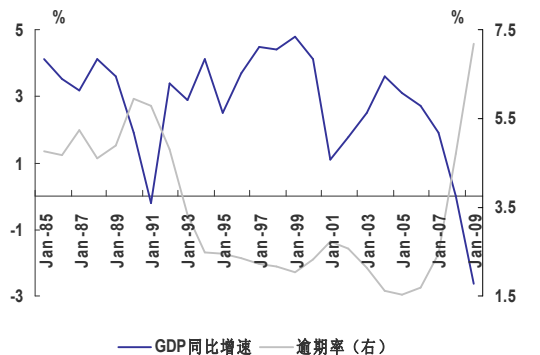


数据来源：安信证券研究中心

2.2.2. 资产质量风险不大，但不良余额可能上升

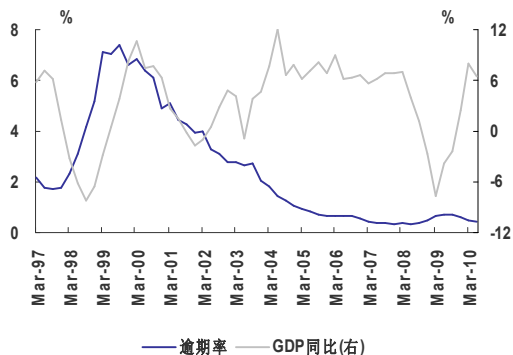
目前商业银行不良率是1.2%，处于历史低位。从宏观经济环境来看，我们认为2011年的经济基本面是较为稳定的，资产质量大幅恶化的可能性比较小。经验来看，在较小的经济波动中，资产质量一般不会发生大的变化。

图 13 美国 GDP 增速和不良率



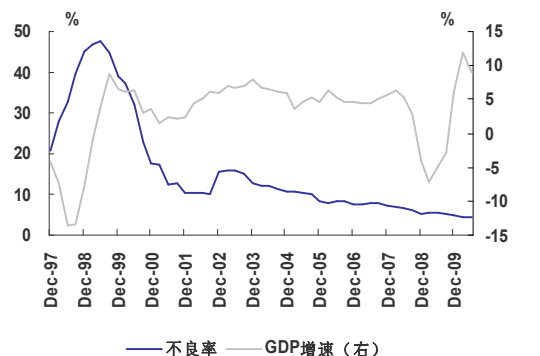
数据来源：WIND, CEIC, 安信证券研究中心

图 14 香港 GDP 增速和不良率



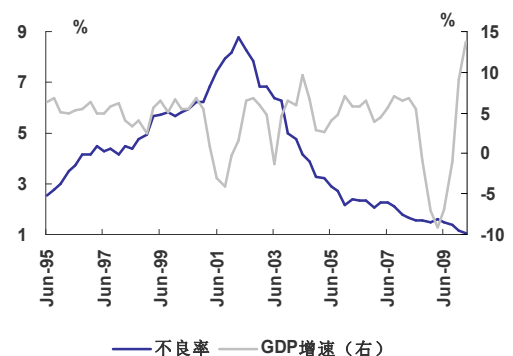
数据来源：WIND, CEIC, 安信证券研究中心

图 15 泰国 GDP 增速和不良率



数据来源：WIND, CEIC, 安信证券研究中心

图 16 台湾 GDP 增速和不良率

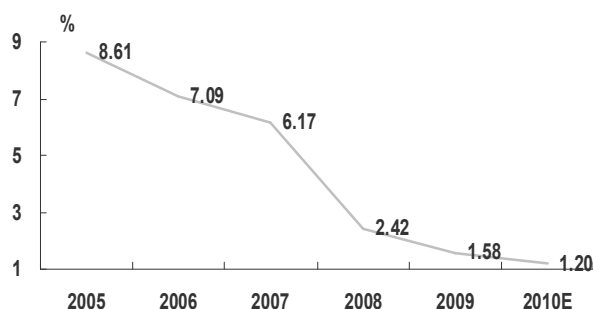


数据来源：WIND, CEIC, 安信证券研究中心

3 季度末，部分上市银行不良贷款余额出现上升，多家银行关注类贷款出现上升。考虑到货币政策紧缩的影响以及地方政府融资平台可能存在的操作性风险，我们认为资

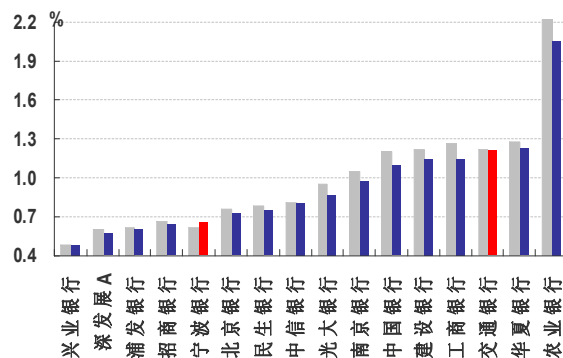
产质量继续改善的空间有限, 2011 年不良贷款余额将有所增加, 不良率将与 2010 年基本持平。按照 150% 的拨备覆盖率标准来看, 上市银行的超额拨备率均在 0.2% 以上, 也就是说如果不良率反弹不超过 0.2% 对信用成本不会构成影响。

图 17 商业银行不良率



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 18 上市银行不良率



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

表 3 上市银行不良贷款情况

	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%

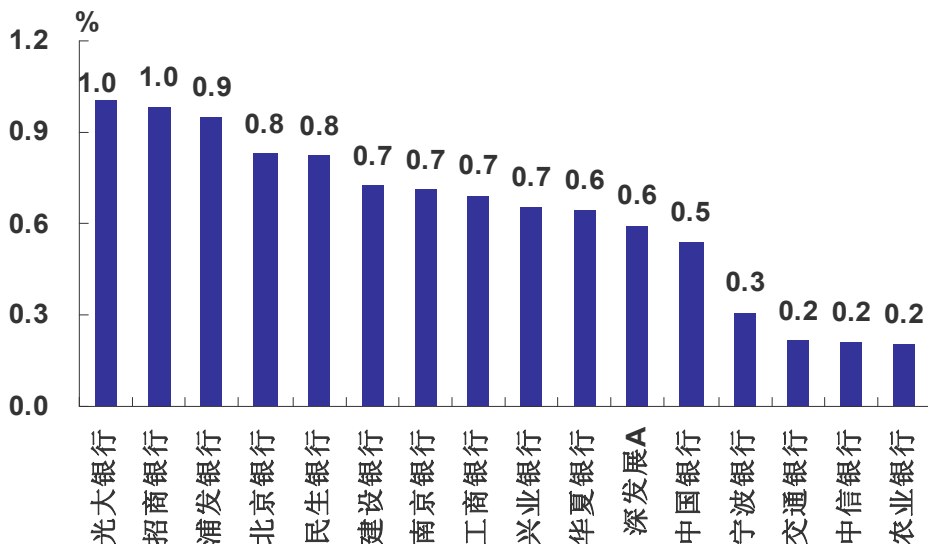
数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

表 4 部分上市银行关注类贷款情况

百万元	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

图 19 上市银行超额拨备率（150%标准）



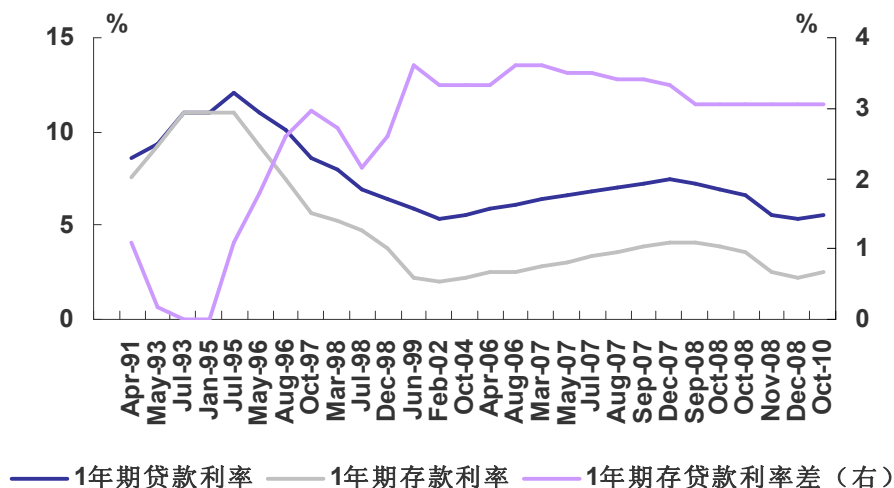
数据来源：WIND, 安信证券研究中心

2.3. 息差：不一样的周期

2.3.1. 息差与货币政策周期

在没有实现利率市场化之前，息差与利率政策周期高度相关。1995年-2002年是一轮降息周期，2004年开始进入一轮加息周期，并持续到2007年底。2008年9月份开始进入降息周期，并在短短4个月时间内连续降息5次。2010年10月20日央行启动加息，采取的是近端对称、远端不对称的加息方式，目前一年期贷款利率为5.56%，一年期存款利率为2.5%。

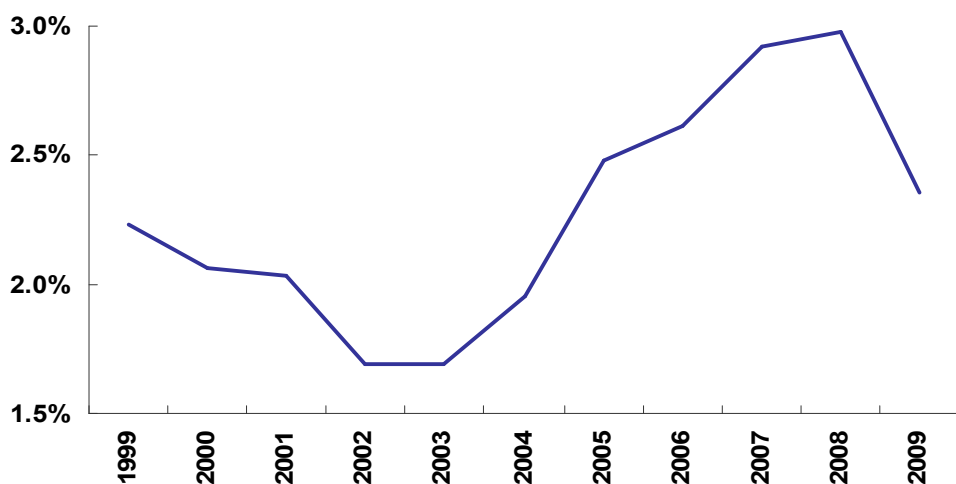
图 20 利率的历次调整



数据来源：中国人民银行, 安信证券研究中心

从主要股份制银行息差来看，2004年息差结束下降，并持续上升至2008年，2009年大幅下降（2008年连续降息的滞后效应），从2008年的2.98%下降62bp至2.36%。息差的变化几乎完全与利率周期一致。

图 21 主要股份制银行息差

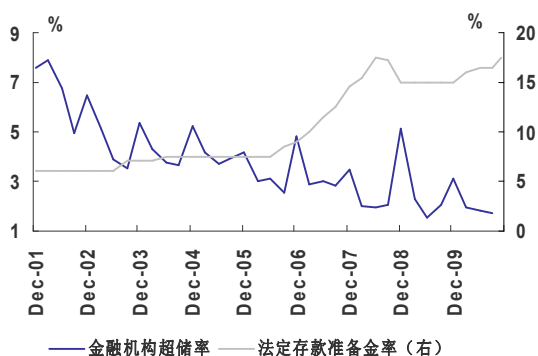


数据来源：安信证券研究中心

注：包括浦发银行、华夏银行、民生银行、招商银行和深发展。

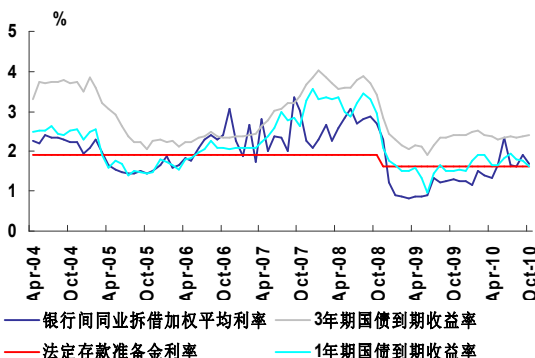
2008年息差较2007年的上升幅度非常有限（仅仅较2007年上升了6bp），虽然2007年有6次加息。主要原因在于2007年有3次非对称加息，即存款利率上调幅度大于贷款利率上调幅度。另外，2007年存款准备金率的调整非常频繁，达9次之多。存款准备金率的调整迫使银行进行资产配置的调整，减少债券投资、同业业务的比重，对息差产生小幅负面冲击。2008年9月份开始进入连续降息，并在9月份-12月份之间连续降息5次，2009年息差出现大幅的下降。

图 22 超储率和法定存款准备金率



数据来源：中国人民银行，安信证券研究中心

图 23 各项资产收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

表 5 2004-2007 年的历次加息

时间	加息方式
2004 年 10 月	对称加息 27BP
2006 年 4 月	贷款基准利率+27BP，存款利率不变
2006 年 8 月	对称加息 27BP
2007 年 3 月	对称加息 27BP
2007 年 5 月	贷款基准利率+18BP，存款利率+27BP
2007 年 7 月	对称加息 27BP
2007 年 8 月	贷款基准利率+18BP，存款利率+27BP
2007 年 9 月	对称加息 27BP
2007 年 12 月	贷款基准利率+18BP，存款利率+27BP

数据来源：中国人民银行，安信证券研究中心

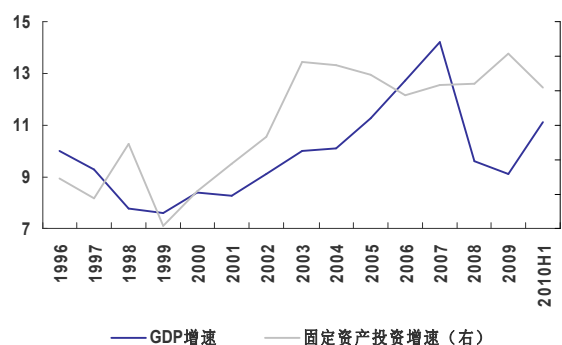
表 6 2004 年以来存款准备金率的历次调整

时间	方式
2004 年 4 月	上调 0.5 个百分点
2006 年 6 月	上调 0.5 个百分点
2006 年 7 月	上调 0.5 个百分点
2006 年 11 月	上调 0.5 个百分点
2007 年 1 月-2008 年 6 月	15 次上调, 共 8.5 个百分点
2010 年 1 月	上调 0.5 个百分点
2010 年 2 月	上调 0.5 个百分点
2010 年 5 月	上调 0.5 个百分点
2010 年 11 月	两次上调, 共 1 个百分点

数据来源: 中国人民银行, 安信证券研究中心

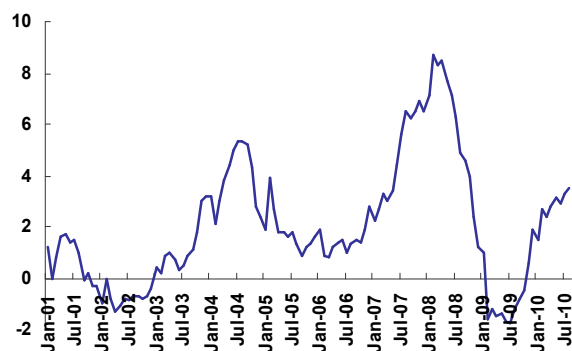
一般来说, 提高贷款利率的出发点是经济过热、固定资产投资增速过快, 而提高存款利率的出发点是控制通货膨胀。2007 年经济结构的一个主要特征是通货膨胀。其中, CPI 在 2 月份最高时达到 8.7% (与雪灾因素有一定关系), 全年 CPI 增速高达 6.5%。在这样的背景下, 央行加大了存款利率的调整力度, 实行了三次非对称加息 (存款利率上调 27bp 的同时贷款利率仅上调 18bp)。从通货膨胀的趋势来看, 假如 2011 年进入加息周期, 不能排除非对称加息的可能。同时, 截止 11 月底, 2010 年已连续 5 次提高存款准备金率, 后期央行继续用存款准备金工具调节流动性的可能性依然存在。

图 24 固定资产投资增速和 GDP (%)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 25 CPI (%)

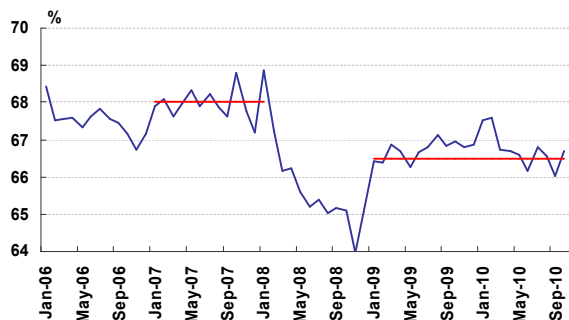


数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

2.3.2. 本轮周期的不同之处

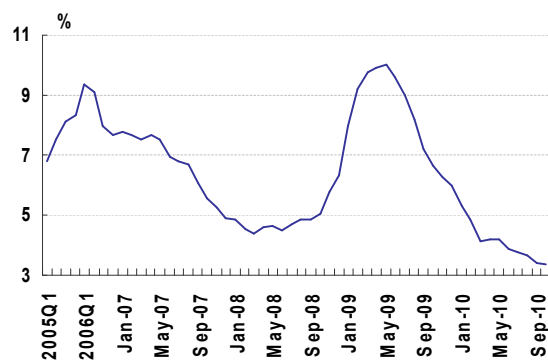
理论上讲, 利率上升对银行息差有利, 息差直接受益于加息和紧缩环境下议价能力的提高, 并对盈利和估值起到支持作用。假设进入加息周期, 息差的受益程度与 2007 年的主要不同在于贷存比和贷款结构。目前, 金融机构贷存比在 66.5% 的平台, 而 2007 年贷存比在 68% 的平台。在信贷规模控制的环境下, 2011 年贷存比也很难有明显的突破。贷款结构方面, 票据占比目前处于 3.36% 的历史低点, 未来很难通过压缩票据来提高收益率。从新增中长期贷款占比来看, 2010 年 2 季度以来新增中长期贷款基本稳定在 76% 左右的水平, 预计 2011 年偏离程度不会很大 (银监会的控制)。

图 26 金融机构贷存比（含票据）



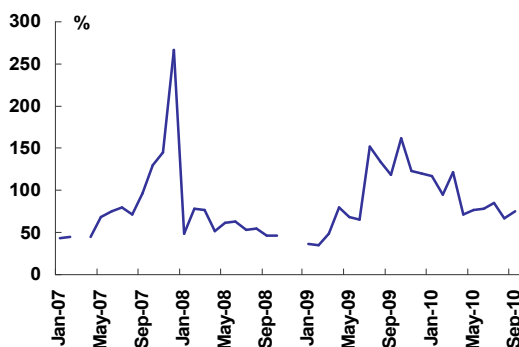
数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 27 票据贴现余额占比



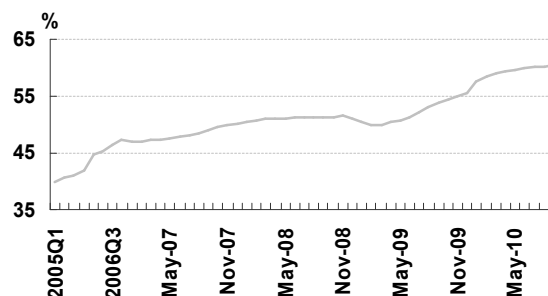
数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 28 新增中长期贷款占比



数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 29 中长期贷款余额占比

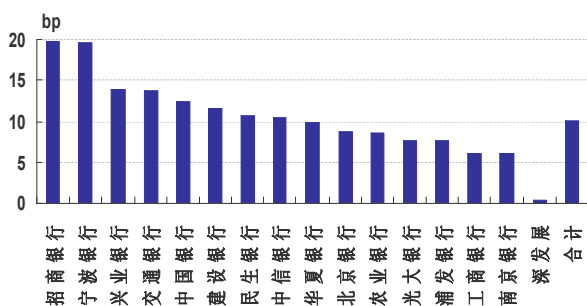


数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

经测算，一次对称加息对上市银行净息差的正面影响在1-7bp之间，总体影响不到4bp，对上市银行净利润的影响在0-4%之间，总体影响不超过3%。如果是存款利率上调幅度大于贷款利率的非对称加息，息差和利润受到的影响中性略偏正面。假设进入加息周期并且2011年有四次加息，其中两次非对称加息（存款利率上调幅度大于贷款利率）、两次对称加息，息差将因此而出现10bp左右的反弹，对净利润的正面影响在7%左右。

在紧缩环境下，银行议价能力将会出现上升，但我们认为这将被负债成本的上升抵消。

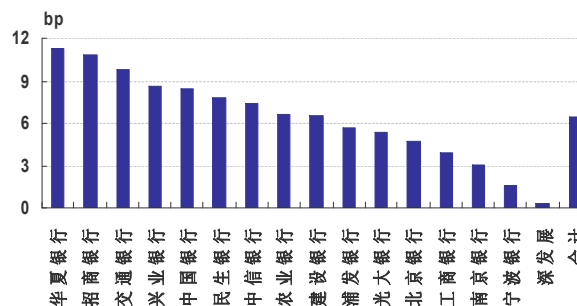
图 30 四次加息对息差的影响



数据来源：安信证券研究中心

注：假设两次非对称加息（存款利率上调幅度大于贷款利率）、两次对称加息。

图 31 四次加息对净利润的影响

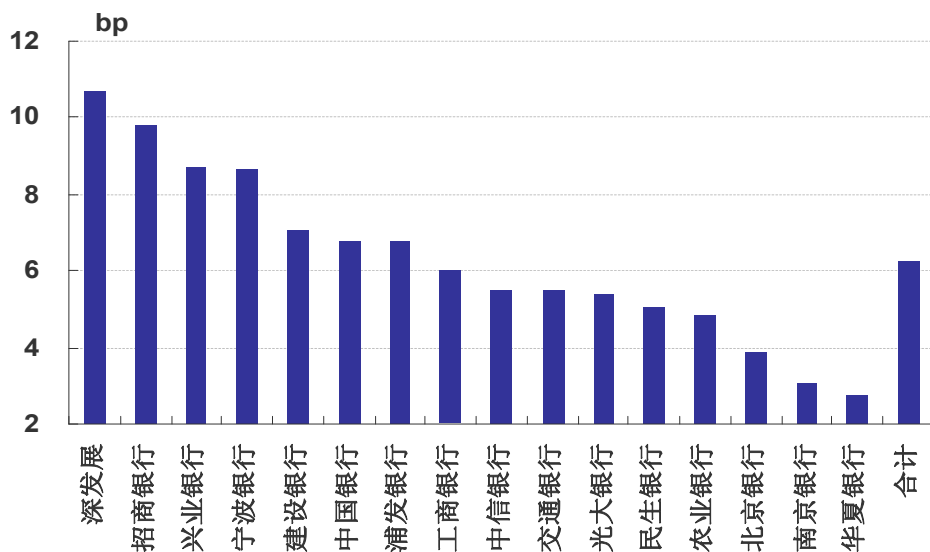


数据来源：安信证券研究中心

从零售贷款来看，央行自2008年10月27日起，将个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍（从八五折调为七折），而由于转按揭和银行之间竞争的影响，银行在2009年初均将存量按揭的利率也调整为七折，这对银行零售业务利润是一个不小

的冲击。目前按揭利率已基本调整到八五折，但不确定的是存量按揭利率是否也会从七折调整为八五折，如果调整，对息差构成正面影响。但是银行提高存量按揭的动力比较小（需要有银行牵头并且其他银行跟进，否则也会因为转按揭等原因而流产），因此我们在盈利预测中不考虑按揭折扣调整的影响。

图 32 存量按揭折扣调整对息差的影响

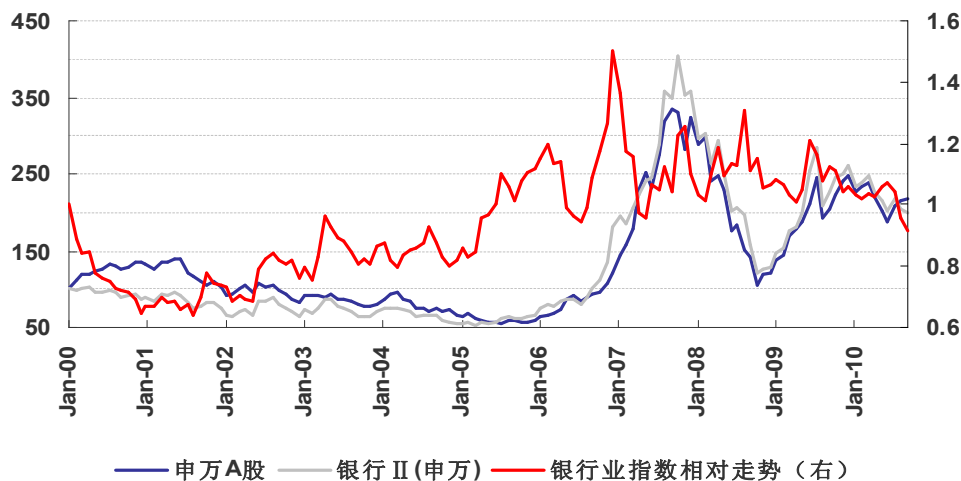


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

注：假设所有存量按揭贷款折扣从七折调整为八五折。

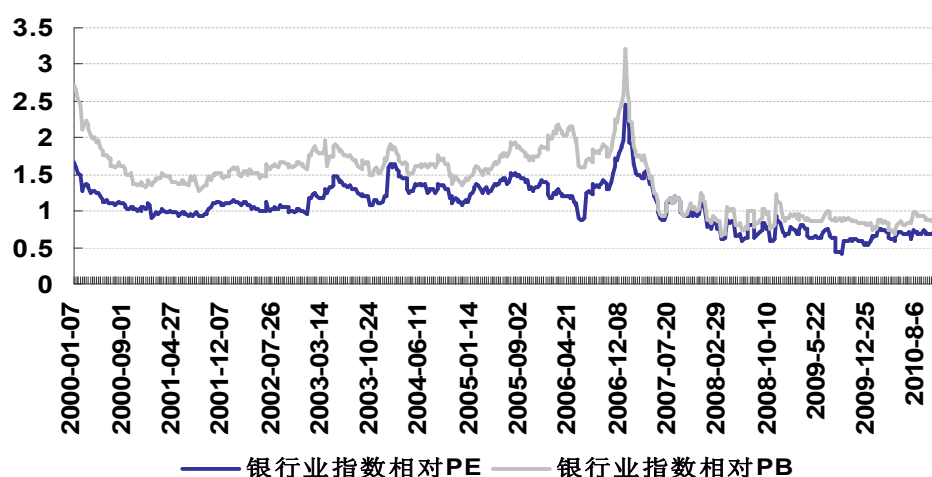
从股价表现来看，2007年上半年之前的加息周期中银行股跑赢指数的机会较多，主要原因在于盈利的高增长、充足的流动性和相对较小的板块市值。其中盈利的高增长除了息差持续提高之外，税改因素的一次性冲击达到30%左右，税改预期对股价起到重要的推动作用。2007年下半年之后，随着上市银行市值占比的增加，板块同质性导致估值中枢上移对流动性的依赖非常大。同时，银行盈利增速较税改完成之前明显下降。

图 33 银行股指数相对表现



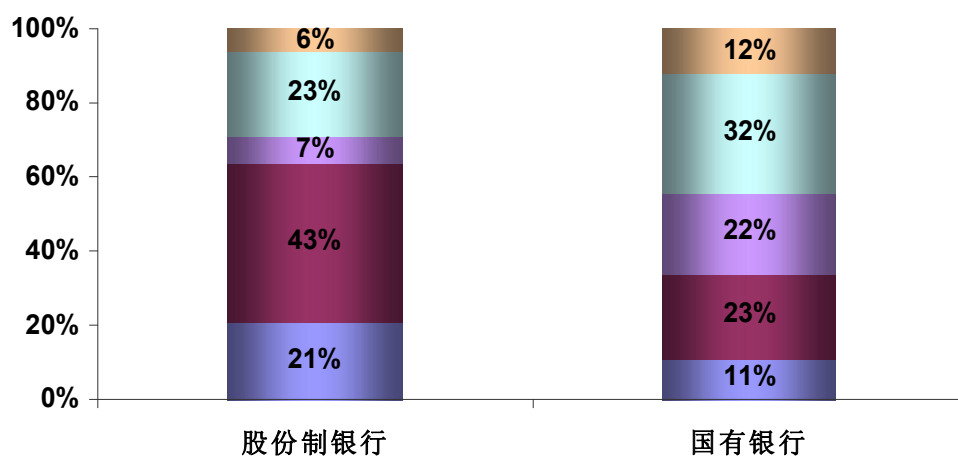
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 34 银行股指数相对估值



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 35 2006-2008 年盈利高增长中税改的贡献较大



■ 信用成本降低 ■ 税率降低 ■ 成本收入比降低 ■ 息差上升 ■ 非息收入增长

数据来源：WIND, 安信证券研究中心

3. 政策风险溢价提高

3.1. 后金融危机时代监管趋严

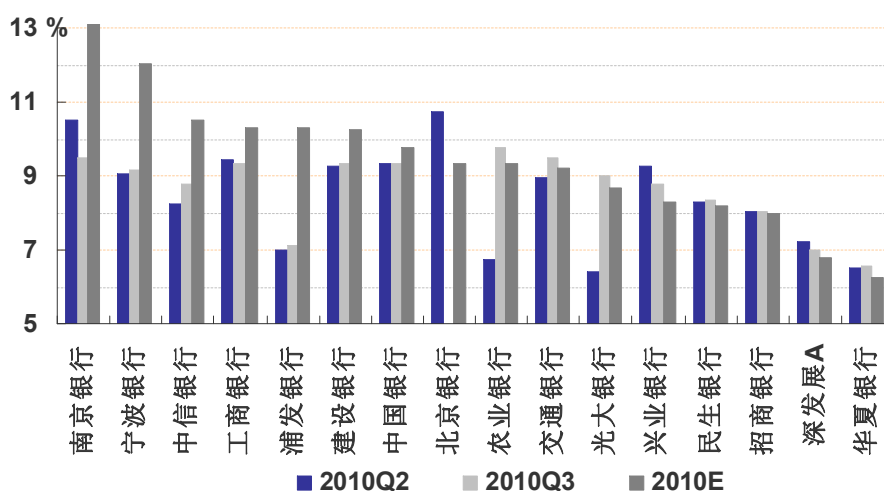
在巴塞尔委员会通过加强银行体系资本要求的改革方案的背景下，银监会提出年底巴塞尔委员会公布最终的资本监管方案之后，也将适时出台国内资本监管改革的总体框架。截止 2010 年 3 季度，我国商业银行资本充足率和核心资本充足率分别为 11.6% 和 9.5%，高于巴塞尔委员会提出的标准。但是从上市银行的情况来看，部分股份制银行核心资本充足率仅略高于 8%，如果新的资本监管方案提出超额资本要求并将部分股份制银行列为系统性重要银行，融资压力将依然存在。截止 2010 年 3 季度末，除了深发展和华夏银行之外（已有资本补充计划），招行和民生的核心资本充足率分别为 8% 和 8.2%。按照总资产来看，除了工农中建交之外，招行、浦发、中信总资产排名紧随其后，如果被列为系统重要性银行并且要求资本留存缓冲，即核心资本充足率达到 8.5%，那么招行的融资压力较大。

表 7 巴塞尔 III 改革方案中新的资本金要求

单位: %	普通股 (经扣除后)	一级资本	总资本
最低要求	4.5	6.0	8.0
资本留存缓冲	2.5		
最低要求+资本留存缓冲	7	8.5	10.5
逆周期资本缓冲	0-2.5		

数据来源: BIS, 安信证券研究中心

图 36 上市银行资本充足率



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

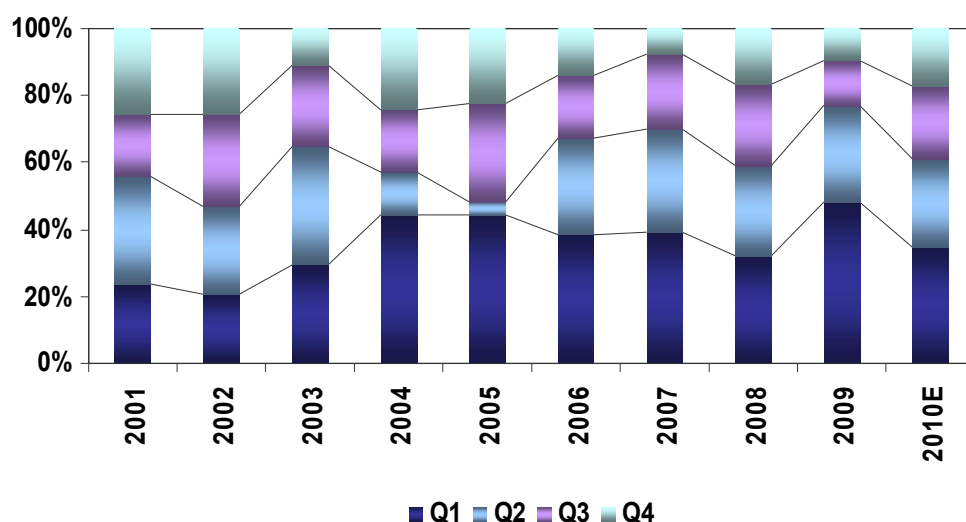
注: 考虑融资。华夏银行定向增发方案暂未实施, 故未在 2010 年体现。

资本金标准和拨备标准 (见前文) 成为最大的政策风险。四大监管工具中的杠杆率和流动性指标对银行的冲击相对较小, 因为我国银行业目前基本能够满足要求 (如果银监会不提出更高的标准)。杠杆率作为一个基于总敞口的简单无风险加权指标, 将强化风险监管要求。流动性指标分为两个: LCR (liquidity coverage ratio) 和 NSFR (Net Stable Funding Ratio)。前者主要是为了提高银行应对短期流动性风险的能力, 要求在压力情境下, 银行的流动性要能够至少坚持 30 天。后者强调流动性缺口管理, 要求银行一年以内可用的稳定资金大于需要的稳定资金。流动性指标对银行的影响体现在: 为了满足 LCR 标准, 银行会选择持有高流动性资产 (收益往往比较低); 为了满足 NSFR 标准, 银行可能采取的措施是提高负债的久期 (成本上升)。流动性指标的监管对银行的冲击在于利差的收窄。杠杆率和流动性指标最终引入依然有些技术问题需要解决: 会计准则的协调一致、“盯市”原则和净额清算的处理、表外项目风险暴露的计量等。

3.2. 货币政策的不确定性增大

目前的宏观经济背景对宏观政策的制定构成了现实的挑战, 一方面, 通货膨胀压力下需要实行偏紧的货币信贷政策; 另一方面, 政策偏紧将会抑制实体经济总需求的增长。货币政策在防通胀和保增长之间难以实现完全平衡。在目前的通胀预期下, 对监管层信贷调控的预期可能导致银行在 1 季度加大信贷投放, 而这又将招致更严格的信贷控制。

图 37 信贷投放季度分布



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

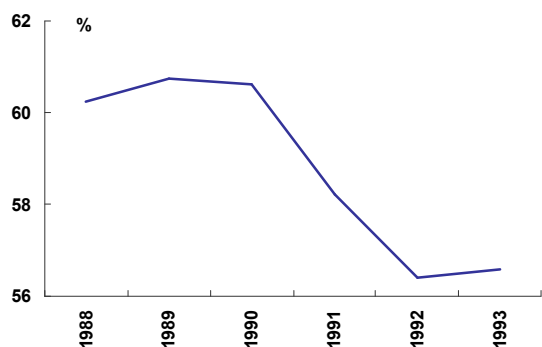
4. 差异化引领未来

环境的变化将加快银行盈利模式的转型。面对监管、利率市场化、直接融资的可能冲击，银行将在三个方面实现转变：第一，监管趋严和信贷规模增长受限情况下加快资产负债结构的调整（参考美国的案例）；第二，发展低资本消耗的中间业务和零售业务（低资本消耗并且符合经济结构转型、消费升级的趋势）；第三，信贷结构中注重中小企业贷款，从而提高议价能力。

4.1. 美国商业银行资本约束提高对资产负债结构和业务结构的影响

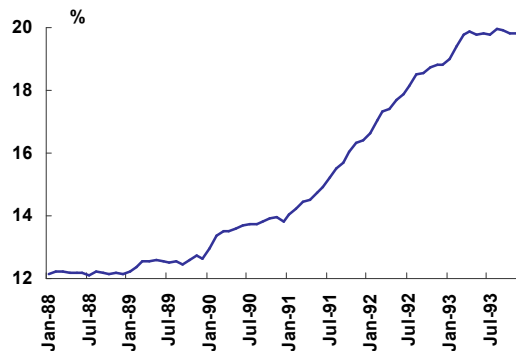
1988年，巴塞尔协议扩大了银行资本充足的约束范围，美国商业银行体系的资本充足率从1988年的6.8%提高到1993年12.1%的水平。期间，银行业的资产结构和盈利结构发生了比较大的变化：贷款占比急速下降、国债及机构债券持有量增加（低风险权重）、贷款结构上更偏向民用地产贷款（低风险权重）、非息收入占比迅速提高（中间业务基本不消耗资本）。

图 38 美国商业银行1988-1993年间贷款占比



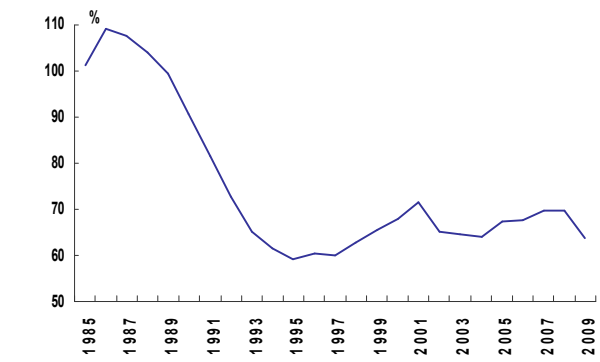
数据来源：FDIC，安信证券研究中心

图 39 美国商业银行国债及机构债券投资占比



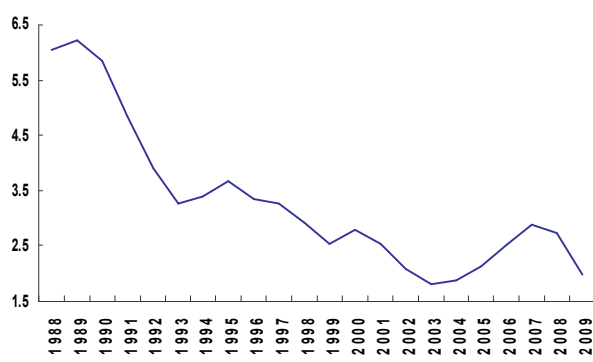
数据来源：FDIC，安信证券研究中心

图 40 美国商业银行商业地产贷款/民用地产贷款



数据来源：FDIC，安信证券研究中心

图 41 美国商业银行利息收入/非息收入



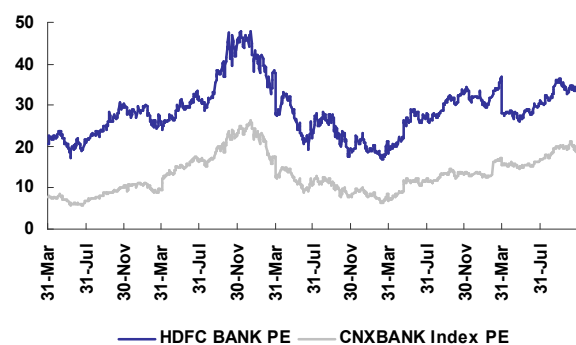
数据来源：FDIC，安信证券研究中心

4.2. 差异化带来高估值的案例：印度 HDFC

业务结构的优化将使得银行获得高于行业平均的估值水平。参考国际市场的案例，具有独特业务结构的银行估值水平远远高于行业平均和指数。以印度 HDFC 银行为例，该银行长期享受着高估值（估值一直高于孟买银行业指数）。

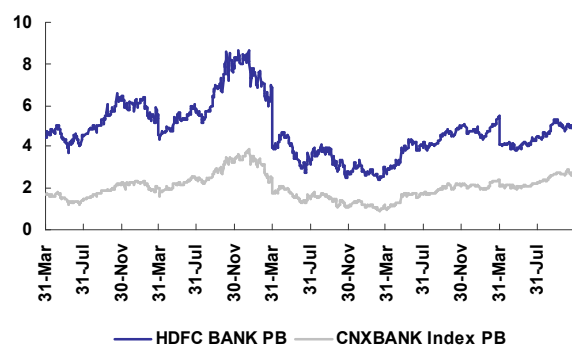
HDFC 银行以零售银行业务的发展著称。HDFC 银行一直将自己定位为“一站式服务”的金融供应商，主要面对一些中产阶级以及部分高收入阶层，为他们提供不同的存款产品和零售贷款（汽车贷款、个人消费贷款、住房抵押贷款、商业设备贷款）、信用卡、投资银行等业务。除了自己的产品之外，还提供第三方机构的产品（比如共同基金销售和保险）。

图 42 HDFC PE与银行业指数对比



数据来源：CEIC, bloomberg, 安信证券研究中心

图 43 HDFC PB与银行业指数对比



数据来源：CEIC, bloomberg, 安信证券研究中心

从目前各商业银行的经营策略来看，均开始重视业务结构的优化，成效比较明显的主要是招商银行和民生银行，未来转型潜力比较大的有浦发银行（与中国移动的合作有望提供业务结构调整的契机，加快零售业务的发展）、深发展（与平安银行的整合如果顺利，未来零售业务、小企业业务的发展值得关注）以及区域性银行（在小企业贷款方面具有天然的优势）。招商银行在二次转型中强调提高风险定价能力，在对公客户结构方面加强中小企业客户的拓展，在零售业务方面重点发展个人经营贷款、个人消费贷款等业务，并在苏州建立了小企业信贷中心，对小企业信贷中心按照“准子银行、准法人”的模式构建，实行扁平化管理。民生在业务转型上强调服务民营企业、小微企业和零售高端客户，并在 2009 年推出了面向小企业的商贷通业务，解决小企业的融资需求，主要针对自然人（个体工商户），平均贷款金额不到 200 万元，并开始探索信贷工厂的方式，希望通过标准化流程来提高效率和业务发展速度。

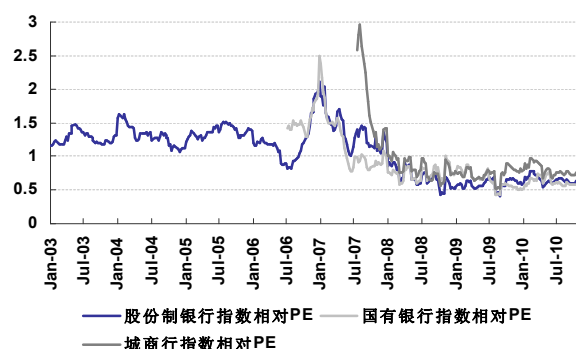
5. 投资建议

5.1. 政策风险释放之后存在估值修复机会

从2008年至今，银行股相对估值一直低于A股指数估值。盈利增速的下降和政策风险溢价的提高是银行股持续低估的主要原因。目前银行股的相对估值水平已经处于历史低位，基本反映了盈利增速放缓的预期，继续下降的空间比较有限。参考国际市场，除了香港以外，美国、印度、德国银行业的估值普遍低于其他行业（强周期性以及市场对潜在坏账风险给予比较高的风险溢价所致），从PB的角度来看，美国、印度、德国、日本、香港银行业指数与市场整体PB的比值平均在0.8左右，而中国目前的水平是0.62，相对来说也是低估的。

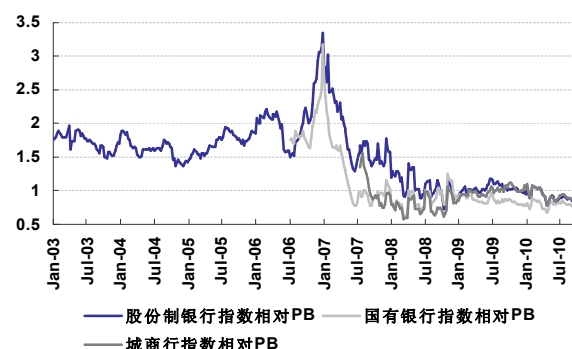
但目前来说政策风险溢价仍会对估值形成制约。短期投资机会出现的催化剂主要是政策风险的释放，包括信贷紧缩风险和监管风险。

图 44 各银行指数相对 PE



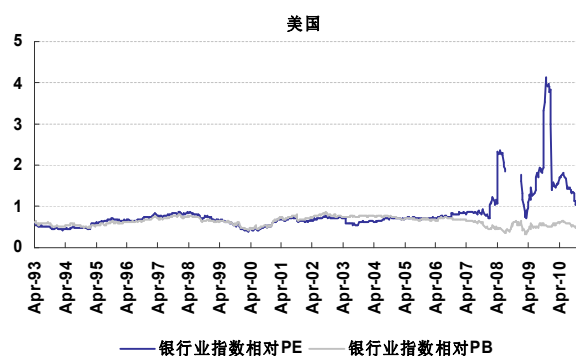
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 45 各银行指数相对 PB



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 46 美国银行业 PB/指数 PB 平均在 0.64



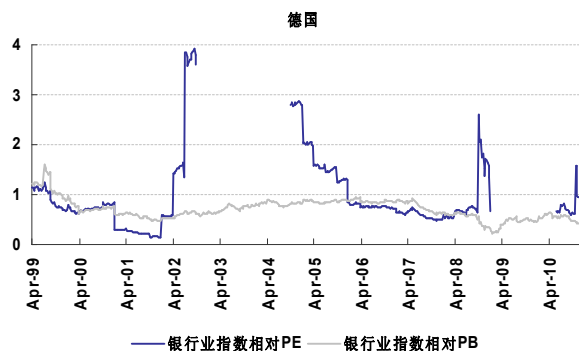
数据来源：bloomberg，安信证券研究中心

图 47 印度银行业 PB/指数 PB 在 0.53



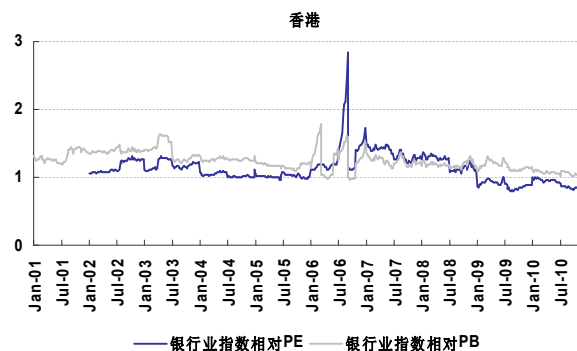
数据来源：bloomberg，安信证券研究中心

图 48 德国银行业 PB/指数 PB 平均在 0.71



数据来源: bloomberg, 安信证券研究中心

图 49 香港银行业 PB/指数 PB 平均在 1.25



数据来源: bloomberg, 安信证券研究中心

表 8 银行业指数相对大盘指数 PB (历史平均)

银行业指数相对 PB	美国	德国	日本	澳大利亚	英国	印度	韩国	泰国
银行业指数相对 PB	0.65	0.70	0.97	1.11	0.86	0.53	0.96	1.03
金融业指数相对 PB	台湾	法国	加拿大	香港	新加坡			
	0.86	0.60	0.60	1.12	0.74			

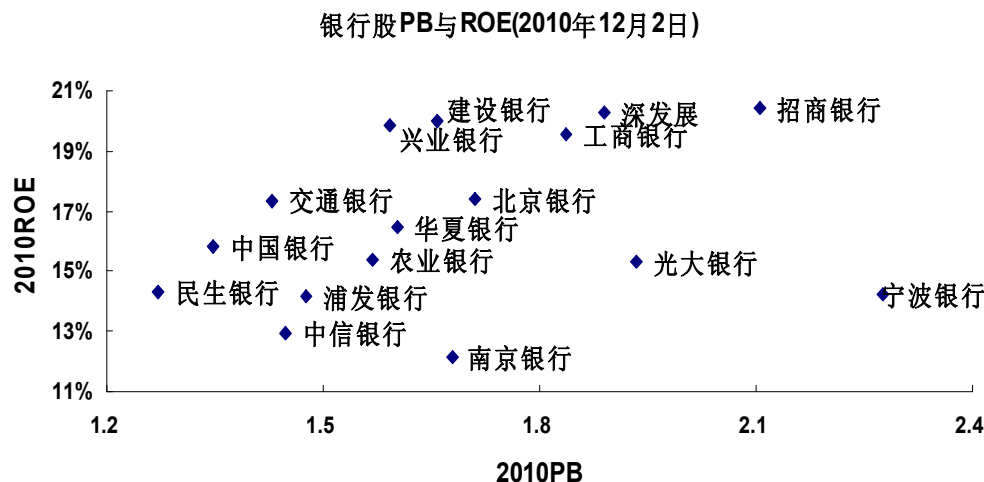
数据来源: bloomberg, 安信证券研究中心

5.2. 选股思路

1、把握低估值、基本面稳定的股票估值修复的机会

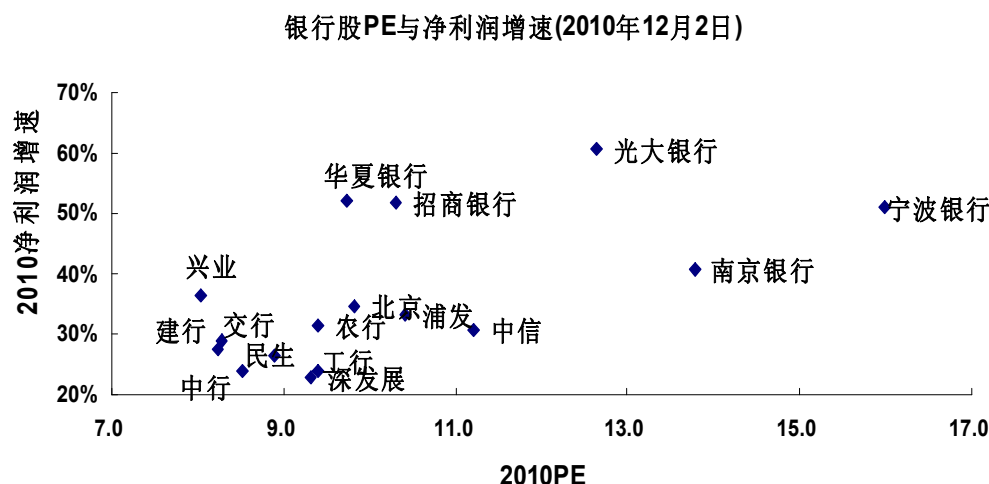
从PB与ROE的角度来看, 目前估值相对较低、基本面稳定的主要是建行、兴业, 从PE与利润增速的角度来看, 目前估值相对较低的主要是华夏、建行和兴业;

图 50 上市银行 PB 估值



数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

图 51 上市银行 PE 估值



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2、货币政策角度：通货膨胀环境下在加息和非对称加息中更受益的股票，包括招行、华夏、民生、兴业（参见图28、29）；

3、监管趋严背景下，拨备、资本充足的银行：包括农行、华夏、工行、南京；

4、资产质量稳定，信用成本有望保持稳定甚至下降的银行，包括农行、华夏、南京

5、业务结构调整力度和潜力较大的银行：招行、民生；

综合各方面因素，我们推荐农业银行、建设银行、华夏银行和南京银行，在资本监管和有关系统性重要银行的政策落地之后，招商银行和民生银行值得重点关注；在房地产政策风险释放之后，关注兴业银行的估值修复机会。

农业银行的主要优势在于网点和资金成本。同时，较高的活期存款占比也使得银行在加息（特别是不对称加息）环境中更为有利。拨备充足、信用成本下降空间较大将推动银行2011年盈利增速高于其他国有银行。

建设银行估值具备足够的安全边际，不受资本、拨备政策的干扰，规模增长和资产质量均将保持稳定，活期存款仅次于宁波、招行和农行。

华夏银行在股份制银行中拨备最为充足，同时2010年以来基本面持续改善，未来信用成本仍有下降空间，加息中受益更大。

南京银行3季度末拨备率接近2.2%，2010年前三季度存款增长迅速，未来有望在资金业务方面大力发展弥补信贷规模受限对规模扩张的影响。另外，银行资产质量改善情况良好，不良生成率有望保持低位。同时，作为区域性银行，在小企业贷款方面具有天然的优势，有助于获得较高的贷款收益率。

招行在零售业务方面独树一帜，民生银行商贷通业务有望带动盈利走上快速增长的通道，未来均有望凭借差异化经营获得相对较高的估值，值得长期关注。

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

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

胡珍

0755-82558073

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

潘冬亮

010-59113590

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

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