

板块上涨催化剂出现

中性维持

投资要点:

- 📖 房地产指数蠢蠢欲动成为银行上涨的催化剂
- 📖 “差钱”的逻辑行不通
- 📖 中长期推荐农业银行，短期推荐光大银行、宁波银行

报告摘要:

- **板块上涨的催化剂出现。**政策上看，“十二五规划建议”将房地产调控重点放在了保障房建设上，房价只是政府暂时调控的重点，推进房地产市场平稳健康发展才是政策的本质用意。盘面上看，房地产指数从12月中旬就开始蠢蠢欲动，主要是主力资金的战略性布局所致。从国外和我们的实证检验发现，房地产指数是银行指数的“因”。短期而言，银行指数需要估值修复。
- **“差钱”的逻辑行不通。**我们计算了2007年至今银行板块每日的成交金额，发现尽管银行总市值占上证指数月25%，但是成交金额却远低于25%。从2007年至今，最大的单日成交额占比只有24%，在972个交易日中，不足10%的占比有688天。在目前的股价下，银行涨幅达到5%，大约需要资金300多亿，占上证日成交额的12%左右。
- **重申资产质量：如果有风险，就是系统性风险。**房地产捆绑了银行，银行捆绑着经济。所以，银行体系的风险是系统性风险，是难以证实和证伪的命题，对这个问题的态度最后归结为世界观，即乐观的世界观还是悲观的世界观。
- **选股角度和逻辑。**从十二五规划建议中，宏观审慎监管政策和利率市场化是肯定要做的事情，所以我们的选股围绕这两方面进行。中长期推荐农业银行，短期推荐光大银行和宁波银行。

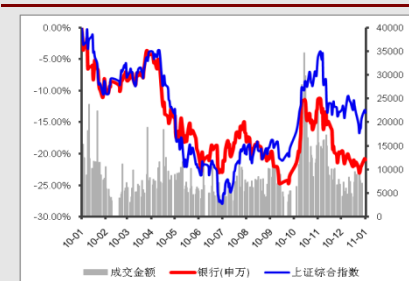
分析师：金融地产小组

联系人：张继袖

电话：010-88085976

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数（家）	16
总市值（亿元）	60606
流通市值（亿元）	29995
重点公司（家）	16
重点公司占行业市值比重	100%

重点公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	PEG	评级	变动
农业银行	2.63	0.20	0.28	0.36	0.27	增持	维持
光大银行	4.04	0.19	0.30	0.40	0.30	买入	维持
宁波银行	12.62	0.51	0.78	1.23	0.23	买入	维持

目录

一、板块上涨的催化剂已经出现	4
二、“差钱”的逻辑行不通	4
三、重申资产质量：如果有风险，就是严重的系统性风险.....	4
四、选股角度：满足监管+低资本消耗.....	4

表格

表 1: 上市银行拨贷比.....	5
表 2: 上市银行拨备覆盖率.....	6
表 3: 截至 2010 年中期上市银行补充资本充足指标.....	7

一、板块上涨的催化剂已经出现

政策上看,《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》的第五部分“促进区域协调发展,积极稳妥推进城镇化”中提出“加强市场监管,规范房地产市场秩序,抑制投机需求,促进房地产业平稳健康发展”,在加快财税体制改革部分提出“研究推进房产税改革”。而由房地产业协会牵头起草的全国房地产行业“十二五”发展规划将重点放在了保障房建设上,至少在未来两年里,保障性住房建设仍将是政府力推的重点工作,2011年和2012年两年内全国保障性住房建成量将达到1300万套。从这些关键政策看,政府的意图明显,提高住房供给,促进房地产业健康发展,房价只是政府暂时调控的重点,房地产行业的健康发展才是根本。国家再次在政策层面明确了对房地产行业的态度。

资本市场表现上看,房地产指数上涨是银行指数上涨的催化剂。我们用2000年至今的房地产指数和银行指数做格兰杰因果性检验发现,房地产指数是银行指数的因,反之命题不成立。在房地产指数变化一周到四周的时间里,银行指数都有显著变化。而目前资本市场上房地产板块已出现持续异动,短期建议关注银行板块。

二、“差钱”的逻辑行不通

在我们推荐银行股时,经常被质疑的问题就是银行股上涨需要太多的资金,在流动性紧缩的背景下是无法承受的。这个问题看似合理,但分析历史数据,我们发现,银行板块上涨并不需要太多的资金,以总市值计算,银行市值占比上证市值约25%,而从每日的成交金额看,从2007年1月至今,银行成交额最大占上证综指成交额的24%,在四年的时间里,只有6天在20%以上,42天在15%以上,在10%以下的交易日为688天,其中,不足5%占48天。再看看银行板块的历史成交额绝对值,2007年至今的四年里,2010年10月15日,银行板块成交额347亿元,占上证成交额的12.7%,银行涨幅5.79%;2008年4月24日,银行板块成交额338.65亿元,占上证成交额的17.86%,银行涨幅9.56%,也就是说,在目前的股价下,银行涨幅达到5%,大约需要300多亿,占上证每日成交额的12%左右。

这组数据说明了:第一,高涨的市场情绪完全被其他板块吸引过去了,银行变成了“配角”;第二,资本市场不差钱,差的是对银行板块的热情,这又归结到对银行资产质量的担忧,重新回到基本面问题。

三、重申资产质量:如果有风险,就是严重的系统性风险

银行资产质量问题贯穿了2010年始终,估计还会被继续纠缠下去。从中国经济发展的逻辑看,房地产行业的高速发展捆绑了银行和宏观经济。从数据看,银行约有45%的担保和抵押贷款(大部分是房产),如果发生抵押物价值低于贷款金额的事情,银行会将这个难题留给政府,政府会有一系列手段转嫁危机,这将是严重的系统性风险,那时整个经济将面临推倒重来的风险,目前中小股票也将受到严重的冲击,这似乎与中小板和创业板被连番炒作的逻辑相悖。所以,市场是在矛盾中运行,错误定价终归要被纠正,估值背离迟早要被修复。看到银行风险的投资者,更应该看到银行风险背后的东西——经济的风险,传导到各行各业,倾巢之下,岂有完卵?!

四、选股角度:满足监管+低资本消耗

第一、满足监管要求。

1、逆周期的拨备政策。银监会对新拨备要求的讨论方案指出系统性重要银行到2012年底的拨贷比达到2.5%,

非系统性重要银行到 2016 年底达标。目前情况是大银行基本达标，中小银行有 4-5 年时间，达标基本没有问题。对于拨备覆盖率，采取动态调整，基本要求是 150%，上市银行均达标。

表 1：上市银行拨贷比

	2007	2008	2009H	2009	2010H
北京	2.47	2.79	2.28	2.21	1.95
工行	2.84	2.97	2.51	2.54	2.39
光大	5.38	3.83	na	2.59	2.38
华夏	2.46	2.76	2.38	2.50	2.49
建行	2.72	2.91	2.57	2.63	2.49
交行	1.96	2.24	1.85	2.05	1.97
民生	1.38	1.81	1.47	1.73	1.80
南京	2.63	2.79	2.25	2.12	2.15
宁波	1.28	1.40	1.36	1.34	1.27
农行	22.02	2.75	na	3.06	3.15
浦发	2.78	2.34	1.95	1.98	1.86
深发展	2.72	0.71	0.96	1.10	1.37
兴业	1.78	1.88	1.47	1.37	1.37
招行	2.79	2.47	2.08	2.02	1.98
中信	1.62	2.04	1.49	1.42	1.38
中行	3.37	3.23	2.50	2.30	2.26
合计	6.35	2.77	2.27	2.40	2.33
国有大行	7.36	2.91	2.45	2.56	2.50
股份制	2.55	2.28	1.73	1.84	1.81
城商行	2.30	2.55	2.11	2.02	1.85

资料来源：wind，宏源证券

表 2: 上市银行拨备覆盖率

	2007	2008	2009H	2009	2010H
深发展 A	48.28	105.14	133.07	161.84	224.09
宁波银行	359.94	152.5	160.41	170.06	205.69
浦发银行	191.08	192.49	216.03	245.93	302.26
华夏银行	109.27	151.22	153.36	166.84	194.12
民生银行	113.14	150.04	169.93	206.04	229.42
招商银行	180.39	223.29	241.39	246.66	297.59
南京银行	146.88	170.05	164.68	173.74	203.69
兴业银行	155.21	226.58	218.78	254.93	278.8
北京银行	119.88	180.23	200.41	215.69	255.13
农业银行	93.4212	63.5317	na	105.37	136.11
交通银行	95.63	116.83	123	151.05	161.17
工商银行	103.5	130.15	138.2	164.41	189.81
光大银行	92.8065	151.2467	na	194.6622	238.14
建设银行	104.41	131.58	150.51	175.77	204.72
中国银行	108.18	121.72	138.96	151.17	188.44
中信银行	110.01	150.03	150.05	149.36	169.92

资料来源: wind, 宏源证券

2. 逆周期资本充足率

银监会对资本充足率指标的讨论方案中, 提出普通股股权占风险加权资产比例、资本缓冲准备等指标, 作为资本充足率等指标的补充。其中, 巴塞尔III要求从 2016 年-2019 年分阶段实施, 普通股充足率达到 4.50%, 超额资本达到 2.50%。我国银监会要求, 系统性重要银行 2012 年底前超额资本达到 0-4%, 非系统性重要银行到 2016 年达标。截至 2010 年中期, 上市银行已满足普通股充足率要求, 4%的超额资本要求还不达标。达到资本缓冲准备的要求就是多提一般风险准备, 这不会影响盈利能力, 却降低了分红比例。

表 3: 截至 2010 年中期上市银行补充资本充足指标

%	普通股股权占风险加权资产比例	资本缓冲准备
工行	8.75	1.82
建行	8.33	1.95
中行	8.17	1.63
农行	5.49	1.37
交行	6.16	3.03
招行	7.52	1.74
中信	7.02	1.18
民生	7.12	1.33
兴业	8.31	1.32
浦发	5.05	2.17
光大	Na	na
华夏	4.86	1.78
深发展	5.91	1.44
北京	9.5	1.76
南京	10.41	1.56
宁波	7.88	1.3

注: 农行申报时未计入融资影响, 预计 2010 年底时指标 1 达到 8.4%。

资料来源: 宏源证券

3. 融资平台政策落地

《21 世纪经济报道》12 月 21 日消息, 银监会日前下发《关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》, 明确了地方融资平台贷款的风险分类标准和拨备计提标准。对于平台贷款计入不良贷款的分类标准, 意见规定, 贷款项目自身经营性现金流不足、需主要依靠担保和抵质押品作为还款来源的贷款, 如贷款项目自身现金流、担保及抵质押品折现价值合计不足贷款本息 120% 的融资平台贷款, 应至少归为次级类; 不足 80% 的, 应至少归为可疑类。从这个意见看, 如果按照最糟糕的算法, 上市银行当年净利润是不够弥补计提的损失。但是, 不管计算后的结果如何, 政策总算有了交代, 下面就要看各家银行如何操作。我们猜想, 资本充足率高的银行会多提些拨备, 那些受影响程度很严重的银行, 其信贷成本会大幅上升, 净利润大幅下滑, 投资机会因此而产生。所以, 我们看到了融资平台贷款问题的政策落地, 并将之解读为正面信息。

第二、低资本消耗道路是必然选择

信贷收紧是未来几年的趋势, 加上负债的稀缺性, 限制了银行信贷扩张的速度, 走了几年的高信贷增速的发展路径必然再想继续走下去将变得越来越困难, 所以, 我们推崇低资本消耗道路的银行, 即零售业务和中间业务发展的强势银行。对于零售业务, 传统的个人贷款业务受到房地产市场和加息周期影响将难现高增长态势, 银行卡业务和零售存款需要强大的网点支持, 中间业务增长需要公司客户基础。基于这几点, 我们更看好大型银行, 如农行、工行、建行。

第三、创新意识难能可贵

在网点和客户资源被大行尽享的情况下, 创新是股份制银行的首选。尽管在美国次贷危机后中国的创新脚步受到影响, 但是金融创新是行业盈利模式的变革, 我们看好创新意识和基础好的股份制银行, 如光大银行和招行。

第四、城商行的发展基础: 苦练内功

在网点和客户都无法和大行比拼的情况下,未来两年城商行发展主要还是依靠信贷扩张。一是城商行规模小,贷款增速可能超预期;二是城商行中小企业贷款发展迅速,满足了监管层对于中小企业贷款的要求,属于政策鼓励方向,所以,在短期内,我们依然看好城商行的规模扩张。但是,这种规模扩张需要良好的风控和较高的贷款议价能力做后盾,基于此,我们推荐宁波银行。

综上所述,本报告是年度策略的重要补充,重新梳理了我们对 2011 年板块的观点和重点推荐股票,原因是板块上涨的短期催化剂已经出现,提请投资者关注银行板块,重点推荐:农业银行(中长期)、光大银行、宁波银行。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁	郭振举	张珺	雷增明
010-88085790	010-88085798	010-88085978	010-88085989
zenglijie@hysec.com	guozhenju@hysec.com	zhangjun3@hysec.com	leizengming@hysec.com
贾浩森	牟晓凤	王俊伟	罗云
010-88085279	010-88085111	021-51782234	010-88085760
jiahaosen@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	wangjunwei@hysec.com	luoyun@hysec.com
	孙利群	赵佳	
	010-88085096	010-88085511	
	sunliqun@hysec.com	zhaojia@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。