

信贷理财受限，资本压力下的选股策略

报告要点

信贷类理财产品发行将受严格限制

2009 年 12 月，银监会下发了《关于加强信托公司主动管理能力有关事项的通知》和《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》，加强对信贷类理财产品的风险管理，短期内信贷类理财规模将由于监管压力而有所减少。

信贷理财发行火爆，增加银行中间业务收入

2009 年信贷类理财产品发行火爆，预计 2009 年前 11 个月上市银行信贷类理财产品总规模为 4814.09 亿元，占同期新增贷款的 9.1%。根据贷款利率和投资者收益率，预计商业银行发行信贷类理财产品的收益率约 1%-2%。发行信贷理财产品提升银行业绩最多的是中信银行，其次是交行、宁波和招商。理财产品受限，业绩损失最大的也是中信银行。

从次级债新规到限制信贷理财，资本充足率紧箍咒趋紧

《关于完善商业银行资本补充机制的通知》的出台，使资本充足率成为制约商业银行信贷和利润增长的主要因素。次级债“新老划断”使 2009 年下半年次级债少计入附属资本 775 亿，而且 2010 年需发行 1542 亿元才能应对原次级债的赎回。我们认为对工行、中行和交行补充资本影响相对较大。

银行信贷类理财产品的发行相当于“变相贷款”，节约银行资本。理财产品受限，间接影响银行的资本充足率。影响最大的是中信银行，减少资本充足率 0.48 个百分点，其次是交通银行和宁波银行。

具有关联信托公司上市银行理财业务弹性大

上市银行中，建行、交行和中信银行具有关联信托公司。上市银行与关联信托公司合作发行的信贷类理财产品的无论从数量还是从规模上都超过其他信托公司。我们认为，这些银行的信贷类理财业务弹性较大，即在业务发展时，规模扩张快于其他银行；在业务受限时，规模收缩也先于其他银行。

资本充足率限制条件下的选股策略

信贷理财受限的事件再度表明信贷紧缩趋势已经形成，但并改变银行业息差回升、业绩向好的趋势。我们的选股逻辑是寻找资本充足率较高或有望提升、资产与负债调整空间较大、业绩增幅较大的银行，建议重点关注兴业银行、宁波银行、招商银行和北京银行。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600036	招商银行	推荐
601166	兴业银行	推荐
002142	宁波银行	推荐
601169	北京银行	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

兴业银行	08A	09E	10E
PE	17.70	15.21	11.65
PB	4.11	3.38	2.62
EV/EBITDA	18.48	0.00	0.00
宁波银行	08A	09E	10E
PE	32.83	29.33	19.65
PB	4.97	4.31	3.54
EV/EBITDA	26.61	0.00	0.00

相关研究

《2010 年银行业投资策略：结构优化，息差回升》
 2009-12-14
 《银行业 2010 年度策略报告 PPT》2009-11-26

分析师：

刘俊
 (8627)65799532
 liujun@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖风
 (8621) 68751636
 yangjif@cjsc.com.cn

正文目录

信贷类理财产品发行受限	4
信贷理财的发行规模与收益情况.....	4
信贷类理财产品发行火爆.....	4
具有关联信托公司的银行理财业务弹性大	6
信贷理财产品增加银行中间业务收入.....	7
信贷理财和次级债新规加大资本压力	10
信贷理财腾挪贷款投放空间	10
理财产品发行受限，政策擦边球难打.....	11
次级债新规冲击资本充足率	12
信贷紧缩趋势下的选股策略.....	16

图表目录

图 1: 银行信贷类理财产品数量构成图	4
图 2: 银行信贷类理财产品规模构成图	4
图 3: 2009 年公布发行规模的信贷理财产品规模每月统计图	5
图 4: 上市银行信贷理财产品数量构成图	5
图 5: 上市银行信贷理财产品规模构成图	5
图 6: 上市银行信贷产品数量与占比	6
图 34: 上市银行三季度手续费及净佣金收入同比增长 14.89%	7
图 35: 上市银行手续费及净佣金收入的比重上升至 16.63%	7
图 7: 上市银行信贷理财产品规模与占比	10
图 7: 2004 年以来 M1 与 M2 同比增速的变化	16
图 8: 2003 年以来存款与贷款同比增速的变化	17
图 9: 2007 年以来月度新增存款与贷款规模的情况	17
图 10: 上市银行净息差预测	18
图 11: 预计 2010 年上市银行净利润增长 25%以上	18
表 1: 上市银行的关联信托公司	6
表 2: 上市银行与关联信托公司合作发行的信贷理财产品数量和规模	6
表 3: 不同期限的信贷类理财产品平均年化收益率	8
表 4: 信贷类理财产品为银行创造的收益率为 1%时的情况	8
表 5: 信贷类理财产品为银行创造的收益率为 2%时的情况	9
表 6: 2010 年信贷理财产品规模减少 50%时的情况	9
表 7: 2010 年信贷理财产品规模减少 70%时的情况	10
表 8: 发行信贷理财产品节约的资本金与占比	11
表 9: 理财产品受限导致的资本充足率减少情况（单位：亿元）	11
表 10: 发行次级债务上限不超过核心资本 25%的影响（单位：百万）	12
表 11: 新老划断规定下的影响（单位：百万）	13
表 12: 100 元贷款、非贷款收益和持有次级债成本测算（单位：元）	14
表 13: 选择不赎回次级债的成本收益分析（单位：元）	14
表 14: 赎回压力下，新债补充需翻倍（单位：百万）	15
表 15: 考虑融资之后的上市银行资本充足率	15
表 16: 上市银行混合资本债发行情况（单位：百万）	16
行业上市公司估值指标与评级变化	19

信贷类理财产品发行受限

2009 年 12 月，银监会下发了《关于加强信托公司主动管理能力有关事项的通知(讨论稿)》，规定信托公司不得将银行理财对接的信托资金用于投资理财资金发行银行自身的信贷资产；信贷资产转让业务中，信托公司应接收所有信贷资产相关档案资料，真实持有信贷资产；商业银行不得对信托项目提供任何形式的担保和隐性支持。

之后，银监会又发布了《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》，规定信托公司作为受托人，不得将尽职调查委托给其他机构，同时在受让银行信贷资产、票据资产及发放信托贷款等融资类业务中，禁止将资产管理职能委托给资产出让方或发行银行；商业银行应在向信托公司出售信贷资产、票据资产等资产后的十五个工作日内，将全套原始权利证明文件或者有效印章的复印件交给信托公司，并要办理抵押品权属的重新确认和让渡；对银信合作业务中存在两个（含）以上信托间发生交易的复杂结构产品，信托公司应向监管部门事先报告。

近期银监会不断出台相关规定限制“不规范的”信贷类理财发行，主要是针对银行目前存在的腾挪表内贷款至表外而提出的。银监会即使不叫停全部的信贷类理财产品，也会导致信贷类理财产品大幅减少。所以，我们认为短期内信贷类理财产品将由于监管压力而有所减少，届时银行的资本压力再次凸显，不能不寻找其他的途径来解决资本问题。

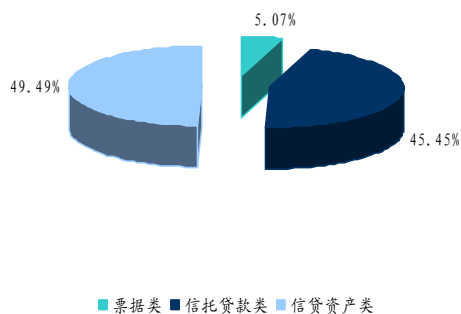
信贷理财的发行规模与收益情况

信贷类理财产品发行火爆

信贷类理财产品是银行通过与信托公司合作，募集资金用于投资各类项目。根据资金投向的不同，信贷类理财产品可分为三种：一是信贷资产类理财产品，即将募集的理财资金用于购买银行信贷资产；二是信托贷款类理财产品，即将募集的资金用于发放项目贷款；三是票据类理财产品，即将发行的理财产品募集来的资金用于购买票据。

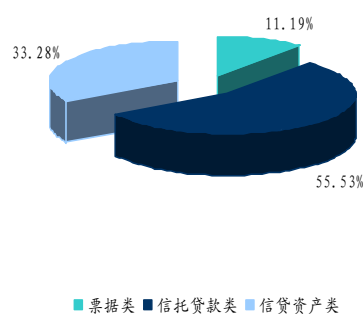
截止到 2009 年 11 月份，预计商业银行的信贷类理财产品总数量为 2526 个，总规模为 5958.92 亿。

图 1：银行信贷类理财产品数量构成图



资料来源：长江证券研究所

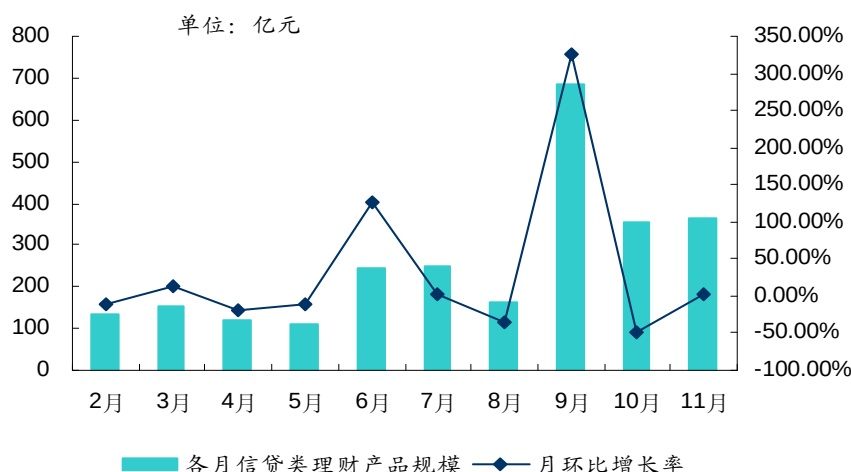
图 2：银行信贷类理财产品规模构成图



资料来源：长江证券研究所

随着信贷规模日益收紧，商业银行信贷类理财产品异常火爆。据各银行公开资料统计，9月份的银行信贷理财产品规模达到 684.32 亿元，10 月份和 11 月份的发行规模分别为 355.24 亿元与 366.26 亿元。从产品数量上来看，公布规模和未公布规模的信贷类理财产品各占一半，所以可以简单测算 9 月、10 月和 11 月的实际发行规模为 1368.64 亿元、710.48 亿元和 732.51 亿元。

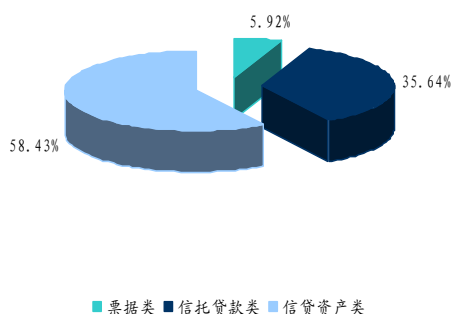
图 3：2009 年公布发行规模的信贷理财产品规模每月统计图



资料来源：长江证券研究部

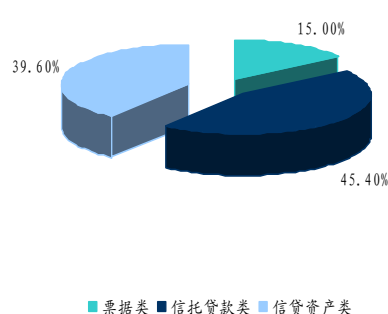
截止 2009 年 11 月，预计上市银行的信贷类理财产品总数量为 1992 个，总规模为 4814.09 亿，占前三季度新增贷款总量的 9.10%。数量构成中，信托贷款类和信贷资产类理财产品占比超过了 90%，分别为 35.64%和 58.43%；规模构成中，票据类、信托贷款类和信贷资产类理财产品占比分别为 15.00%、45.40%和 39.60%。

图 4：上市银行信贷理财产品数量构成图



资料来源：长江证券研究所

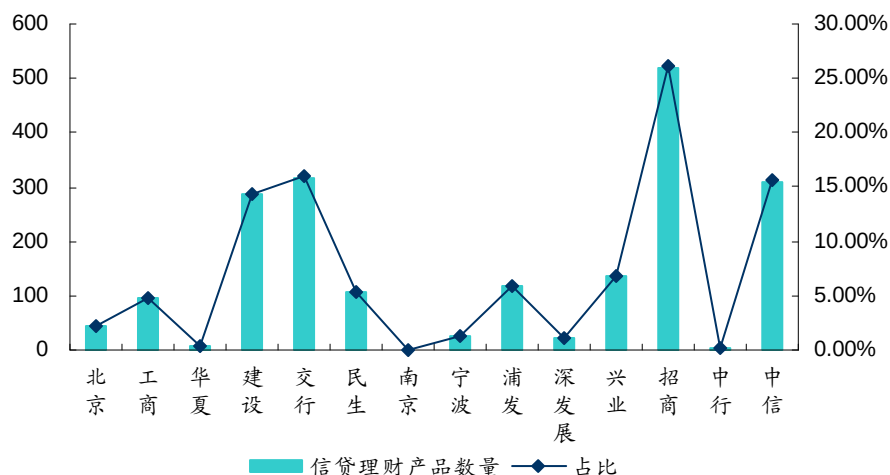
图 5：上市银行信贷理财产品规模构成图



资料来源：长江证券研究所

招商银行发行信贷理财产品的数量最多，发行了 519 款，其次是交通银行和中信银行，分别为 318 款和 311 款。

图 6：上市银行信贷产品数量与占比



资料来源：长江证券研究部

具有关联信托公司的银行理财业务弹性大

上市银行中，建设银行、交通银行和中信银行具有关联的信托公司。上市银行和关联信托公司合作发行的信贷类理财产品的无论从数量还是从规模上都较其他信托公司多，而且这些上市银行信贷类理财业务的总量也在所有上市银行中排名靠前。

表 1：上市银行的关联信托公司

	关联信托公司	控股比例
建设银行	建信信托	67%
交通银行	交银国际信托	85%
中信银行	中信信托	同属中信集团

资料来源：长江证券研究部

表 2：上市银行与关联信托公司合作发行的信贷理财产品数量和规模

	与关联信托公司合作理财产品数量	占比	与关联信托公司合作理财产品规模（亿元）	占比
建设银行	16	5.59%	26.30	6.14%
交通银行	93	29.25%	204.79	20.21%
中信银行	64	20.58%	160.54	21.52%

资料来源：长江证券研究部

我们认为，这类上市银行的理财业务弹性较大，在业务发展时，规模扩张快于其他银行；在业务受限时，规模收缩也将快于其他银行。

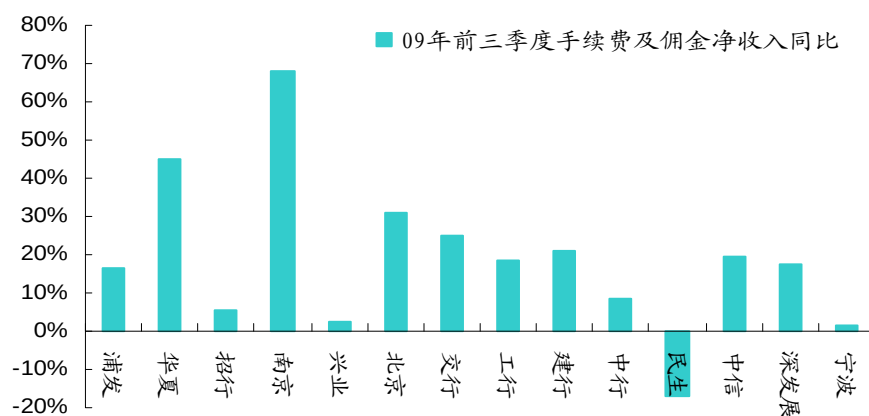
信贷理财产品增加银行中间业务收入

上市银行中间业务收入持续快速增长

受益于承销、各类理财产品销售等业务的火爆等因素，前三季度上市银行手续费及净佣金收入持同比增长了 14.89%，其中南京、华夏银行等增幅较大。

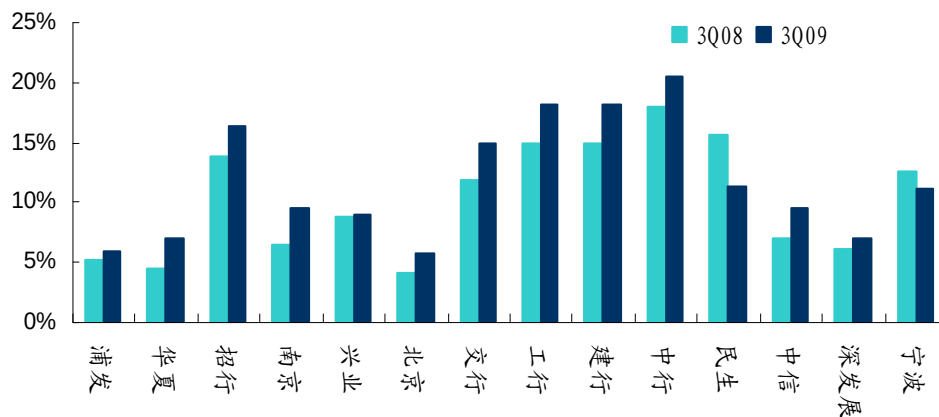
手续费及净佣金收入的持续增长使之占营业收入的比重由 08 年前三季度的 14.15% 上升至 09 年前三季度的 16.63%，同比提升 2.48 个百分点。

图 34：上市银行三季度手续费及净佣金收入同比增长 14.89%



资料来源：长江证券研究部

图 35：上市银行手续费及净佣金收入的比重上升至 16.63%



资料来源：长江证券研究部

信贷理财产品是重要的中间业务收入来源

银行的信贷理财产品给投资者的收益率高于存款收益率，通常根据期限的长短来确定——三个月期以内的在 3% 以下，三个月期以上的在 3% 以上，二年期以上的在 5% 以上。对比银行的贷款利率，减去投资者收益率，可知银行在发行理财产品时获得的收益在 1%-2% 之间。

表 3：不同期限的信贷类理财产品平均年化收益率

理财产品期限	平均年化收益率	贷款利率
半个月期	1%-2%	-
一个月期	2%-2.5%	-
二个月期	2%-3%	-
三个月期	2%-3%	-
半年期	3%-4%	4.86%
一年期	4%左右	5.31%
二年以上	5%左右	5.4%以上

资料来源：长江证券研究部

情景一：假设银行发行的信贷理财产品平均收益率为 1%，信贷类理财产品收入占手续费及佣金净收入比最高的是中信银行，为 28.73%，其次是交通银行和宁波银行，分别为 11.87%和 8.97%；信贷类理财产品收入占营业利润比最高的是中信银行，为 4.96%，其次是交通银行和招商银行，分别为 3.44%和 2.49%。

表 4：信贷类理财产品为银行创造的收益率为 1%时的情况

	信贷类理财产品收入占手续费及佣金净收入比	信贷类理财产品收入占营业利润比
工商银行	2.65%	0.85%
华夏银行	2.02%	0.51%
建设银行	1.20%	0.39%
交通银行	11.87%	3.44%
南京银行	1.05%	0.18%
宁波银行	8.97%	2.36%
兴业银行	7.74%	1.26%
招商银行	6.56%	2.49%
中国银行	0.18%	0.07%
中信银行	28.73%	4.96%

资料来源：长江证券研究部

情景二：假设信贷理财产品平均收益率为 2%，信贷类理财产品收入占手续费及佣金净收入比最高的是中信银行，为 57.47%，其次是交通银行和宁波银行，分别为 23.75%和 17.94%；信贷类理财产品收入占营业利润比最高的是中信银行，为 9.92%，其次是交通银行和招商银行，分别为 6.88%和 4.97%。

表 5：信贷类理财产品为银行创造的收益率为 2%时的情况

信贷类理财产品收入占手续费及佣金净收入比 信贷类理财产品收入占营业利润比		
工商银行	5.30%	1.70%
华夏银行	4.05%	1.01%
建设银行	2.39%	0.77%
交通银行	23.75%	6.88%
南京银行	2.10%	0.36%
宁波银行	17.94%	4.71%
兴业银行	15.48%	2.51%
招商银行	13.12%	4.97%
中国银行	0.37%	0.15%
中信银行	57.47%	9.92%

资料来源：长江证券研究部

部分银行相关收入影响较大

随着监管部门规范信贷理财市场的法规接连出台，2010 年的信贷理财产品减少已经势在必行。我们预计 2010 年信贷理财产品规模减少的幅度在 50%到 70%之间。

假定 2010 年信贷理财产品的规模是 2009 年的 50%，而且信贷理财带给银行的收益率为 2%时，测算中信银行营业利润减少幅度最大，为 4.96%。工商银行和交通银行收入减少 10 亿元以上，但是营业利润减少幅度不及中信银行，分别为 0.85%和 3.44%。

表 6：2010 年信贷理财产品规模减少 50%时的情况

减少的发行规模（亿元）		收益率为 2%		收益率为 1%	
		减少的收入	营业利润减速	减少的收入	营业利润减速
工商银行	543.68	10.87	0.85%	5.44	0.42%
华夏银行	8.72	0.17	0.51%	0.09	0.25%
建设银行	214.10	4.28	0.39%	2.14	0.19%
交通银行	506.59	10.13	3.44%	5.07	1.72%
南京银行	1.30	0.03	0.18%	0.01	0.09%
宁波银行	14.33	0.29	2.36%	0.14	1.18%
兴业银行	77.06	1.54	1.26%	0.77	0.63%
招商银行	202.61	4.05	2.49%	2.03	1.24%
中国银行	31.60	0.63	0.07%	0.32	0.04%
中信银行	372.97	7.46	4.96%	3.73	2.48%

资料来源：长江证券研究部

表 7：2010 年信贷理财产品规模减少 70%时的情况

减少的发行规模（亿元）		收益率为 2%		收益率为 1%	
		减少的收入（亿元）	营业利润减速	减少的收入（亿元）	营业利润减速
工商银行	761.15	15.22	1.19%	7.61	0.59%
华夏银行	12.20	0.24	0.71%	0.12	0.35%
建设银行	299.73	5.99	0.54%	3.00	0.27%
交通银行	709.22	14.18	4.82%	7.09	2.41%
南京银行	1.82	0.04	0.25%	0.02	0.13%
宁波银行	20.06	0.40	3.30%	0.20	1.65%
兴业银行	107.88	2.16	1.76%	1.08	0.88%
招商银行	283.65	5.67	3.48%	2.84	1.74%
中国银行	44.24	0.88	0.10%	0.44	0.05%
中信银行	522.15	10.44	6.95%	5.22	3.47%

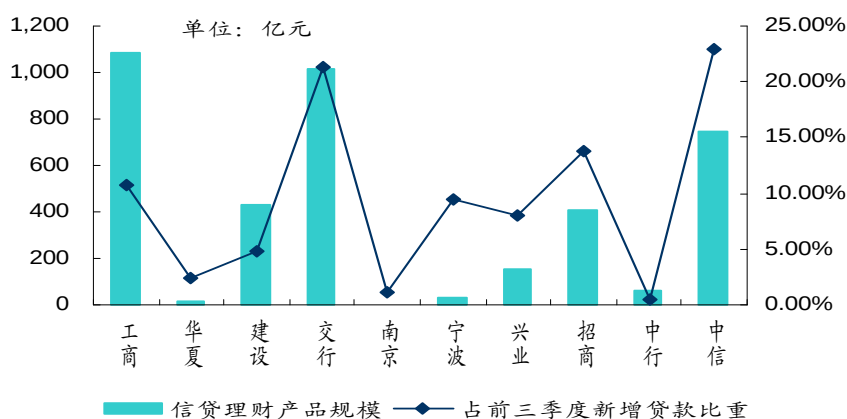
资料来源：长江证券研究部

信贷理财和次级债新规加大资本压力

信贷理财腾挪贷款投放空间

银行信贷理财类产品的发行无论是三类中的哪一类，都相当于“变相贷款”，可以节约银行资本。信贷资产类和票据类理财产品通过购买银行自身的贷款，把银行的资产从表内移到表外，腾挪银行贷款空间；而信托贷款类理财产品通过设立理财产品对项目直接放款，并且不占用银行贷款额度。可见，商业银行发行信贷类理财产品就相当于腾挪出新增贷款空间。

工商银行、交通银行和中信银行的信贷类理财产品规模位居前三，分别为 1087 亿元、1013 亿元和 746 亿元；发行规模占前三季度新增贷款比重前三名的是中信银行、交通银行和招商银行，分别为 22.98%、21.39%和 13.82%。

图 7：上市银行信贷理财产品规模与占比


资料来源：长江证券研究部

我们以各上市银行 2009 年中报的资本充足率和核心资本充足率水平作为基准，测算信贷类理财产品为各银行腾挪贷款产生的效应所节约的银行资本。测算的结果是工商银行、交通银行和中信银行节约资本金较多，分别为 131.46 亿元、127.36 亿元和 89.81 亿元；节约的资本金占资本净额比重最多的是中信银行，为 7.89%，其次是交通银行和宁波银行，分别为 6.33%和 3.79%。

表 8：发行信贷理财产品节约的资本金与占比

	节约资本金（亿元）	占资本净额比重	节约核心资本金（亿元）	占核心资本净额比重
工商银行	131.46	1.98%	108.41	1.98%
华夏银行	1.81	0.42%	1.19	0.42%
建设银行	51.25	0.88%	39.82	0.86%
交通银行	127.36	6.33%	89.26	6.29%
南京银行	0.40	0.34%	0.35	0.34%
宁波银行	3.68	3.79%	3.31	3.79%
兴业银行	14.19	2.19%	11.42	2.17%
招商银行	43.07	3.68%	26.34	3.19%
中国银行	7.29	0.13%	5.96	0.12%
中信银行	89.81	7.89%	77.95	7.89%

资料来源：长江证券研究部

理财产品发行受限，政策擦边球难打

在理财产品受限的情况下，如果上市银行保持原来一样的贷款量，则需要损失一定的资本充足率或者说需要补充相应的资本金。我们测算 2010 年信贷理财产品减少 50%的情况下，中信银行损失的资本充足率最多，达 0.48 个百分点，需要补充的资本金为 44.91 亿元，其次是交通银行和宁波银行，损失的资本充足率为 0.40 和 0.24 个百分点。

表 9：理财产品受限导致的资本充足率减少情况（单位：亿元）

	减少 50%损失的资本充足率	需要补充的资金	减少 70%损失的资本充足率	需要补充的资金
工商银行	0.12%	65.73	0.17%	92.02
华夏银行	0.02%	0.91	0.03%	1.27
建设银行	0.05%	25.63	0.07%	35.88
交通银行	0.40%	63.68	0.56%	89.15
南京银行	0.03%	0.20	0.04%	0.28
宁波银行	0.24%	1.84	0.34%	2.58
兴业银行	0.10%	7.10	0.14%	9.93
招商银行	0.20%	21.54	0.27%	30.15
中国银行	0.01%	3.65	0.01%	5.10
中信银行	0.48%	44.91	0.67%	62.87

资料来源：长江证券研究部

次级债新规冲击资本充足率

信贷理财产品受限进一步强化了信贷紧缩的趋势。而此前银监会发布的《关于完善商业银行资本补充机制的通知》，对银行发行次级债补充附属资本和提高资本充足率，做出了限制性的规定。使资本充足率已成为市场普遍担心的问题。

《关于完善商业银行资本补充机制的通知》对银行影响较大的几大条款为：

一是主要商业银行发行长期次级债务的额度不得超过核心资本的 25%，其他银行不能超过 30%（简称“次级债比例限制”）；

二是主要商业银行（含国开行、国有商业银行和股份制银行）附属资本计算中，自 2009 年 7 月 1 日起开始持有的其他银行发行的次级债等要全部扣除（简称“新老划断”）；

三是发行次级债务时，主要商业银行核心资本充足率不得低于 7%，其他银行核心资本充足率不得低于 5%（简称“发债限制”）；

四是商业银行次级债务及混合资本债券等原则上应面向非银行机构发行。

次级债比例限制对资本充足率影响不大

短期内，次级债计入附属资本的比例从原来的 50%降到 25%对银行的影响不大。根据 2009 年中报的数据，上市银行发行的次级债为 3019.51 亿元，而按照新规计算的发行次级债的上限为 5439.45 亿元，整体来看，上市银行还有 2419.94 亿元的发债空间。

从各银行的情况来看，若不考虑融资和利润增长的因素，交通银行、招商银行、浦发银行和深发展银行的次级债发行量已经超过新规上限，未来的发行次级债将会受到限制。

表 10：发行次级债务上限不超过核心资本 25%的影响（单位：百万）

	已经发行次级债	次级债占核心资本比	发行次级债的上限	发行空间
工商银行	35000	6.39%	136991	101991
华夏银行	6250	22.22%	7033	783
建设银行	80000	17.32%	115468	35468
交通银行	37000	26.09%	35452	-1548
南京银行	800	5.31%	4522	3722
宁波银行	0	0.00%	4120	4120
兴业银行	3000	4.25%	17637	14637
招商银行	30200	28.91%	26117	-4084
中国银行	60000	12.23%	122631	62631
中信银行	12000	12.14%	24706	12706
浦发银行	18800	31.17%	11411	-7389
民生银行	7432	8.93%	20812	13380
深发展	7969	28.62%	6960	-1009
北京银行	3500	10.41%	10086	6586
所有上市银行	301951	13.86%	543945	241994

资料来源：长江证券研究部

新老划断抑制附属资本扩张

上市银行 2009 年下半年发行的次级债总量为 1550 亿元，占上半年次级债总量的 51.33%。根据监管机构的调查，大约一半的次级债为银行间互持，所以我们把新发行的次级债将减半计入银行附属资本，即为 775 亿元，占上半年次级债总量的 25.67%。从下半年发行的次级债总量来看，工、建、中、交行发行了 1450 亿元，受影响程度相对较大。

表 11：新老划断规定下的影响（单位：百万）

	09 上半年次级债数量	09 下半年到期的次级债	09 年下半年发行的次级债	09 年底按照新老划断 50%计入附属资本	发行次级债的上限	09 年底实际计入附属资本
工商银行	35000	0	40000	55000	136991	55000
华夏银行	6250	0	0	6250	7033	6250
建设银行	80000	40000	40000	60000	115468	60000
交通银行	37000	12000	25000	37500	35452	35452
南京银行	800	0	0	800	4522	800
宁波银行	0	0	0	0	4120	0
兴业银行	3000	3000	10000	5000	17637	5000
招商银行	30200	0	0	30200	26117	26117
中国银行	60000	26070	40000	53930	122631	53930
中信银行	12000	0	0	12000	24706	12000
浦发银行	18800	0	0	18800	11411	11411
民生银行	7432	5800	0	1632	20812	1632
深发展	7969	0	0	7969	6960	6960
北京银行	3500	0	0	3500	10086	3500
所有上市银行	301951	86870	155000	292581	543945	278051

资料来源：长江证券研究部

次级债赎回压力陡增，新债发行将翻倍

上市银行发行的次级债大部分为 2004 年和 2005 年发行的，2010 年有很大部分的次级债距到期日只有 5 年，由于上市银行在长期次级债距到期日前 5 年时有赎回权，而且《商业银行资本充足率管理办法》规定，次级债列入附属资本，在距到期日前最后 5 年，其可计入附属资本的数量每年累计折扣 20%。5 年内到期的次级债不仅资本补充功能下降，收益也锐减。

我们下面通过成本收益分析，说明商业银行多数会在次级债到期日的前 5 年赎回次级债。

首先我们分析银行贷款收益、非贷款收益和持有次级债的成本情况。假设银行发放 100 元的贷款，根据上市银行的平均经营指标，除去所有成本（包括资本成本，税收，一般准备，信贷成本等），可获得的年利润为 0.48 元；银行 100 元的非贷款资产可获得的年利润为 1.4 元；而商业银行持有次级债需要支付的利息所损失的年利润为 4.6 元。

表 12: 100 元贷款、非贷款收益和持有次级债成本测算 (单位: 元)

	贷款的收益测算	非贷款资金收益测算	次级债付息成本测算
平均收益	4.67	2.00	0
资金平均成本	1.88	0	6.60
营业税	0.20	0.14	0.46
一般准备	1.00	0	0
信贷成本	0.60	0	0
成本收入比	35%	0	0
所得税	0.16	0.47	1.53
净利润	0.48	1.40	(4.60)

资料来源: 长江证券研究部

如果商业银行在距最后到期日 5 年时不赎回次级债, 则其收益分为两部分:

一是次级债增加的资本可以支撑的贷款获得的收益, 这里的资本充足率红线假定为 10%, 即有 10 倍的杠杆;

二是未赎回发行次级债而持有的资金产生的非贷款收益。商业银行不赎回次级债需要付出的成本是每年支付的债券利息。

通过测算, 如果距到期日 5 年时不赎回次级债, 除了之后第一年能够获得收益外, 其余四年均未能获得收益。从累计收益来看, 持有 100 元的次级债将亏损 6.44 元, 所以银行的最佳选择应该在距到期日 5 年时赎回次级债。

表 13: 选择不赎回次级债的成本收益分析 (单位: 元)

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	累计收益
贷款收益	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	/
杠杆	8	6	4	2	0	/
贷款总收益	3.84	2.88	1.92	0.96	0	9.60
非贷款资金收益	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	6.98
成本	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60	23.02
最终收益	0.63	-0.33	-1.29	-2.25	-3.21	-6.44

资料来源: 长江证券研究部

根据上述的分析, 预计 2010 年将迎来次级债的赎回潮, 需要赎回的次级债总量为 771.07 亿元, 占目前持有次级债的 25.54%; 中国银行和工商银行需赎回的量为 599.3 亿元, 占了 10 年需赎回总量的 77.72%。

按照新老划断的规定, 如果要维持同样的资本充足率, 上市发行新债填补赎回的次级债造成的资本空缺, 就需要翻倍发行才可以实现。

表 14：赎回压力下，新债补充需翻倍（单位：百万）

	至 2010 年只剩五年的次级债	所需发行的新债
工商银行	35000	70000
华夏银行	4250	8500
建设银行	0	0
交通银行	0	0
南京银行	0	0
宁波银行	0	0
兴业银行	0	0
招商银行	0	0
中国银行	24930	49860
中信银行	6000	12000
浦发银行	2,000	4000
民生银行	1427	2854
深发展	0	0
北京银行	3500	7000
所有上市银行	77107	154214

资料来源：长江证券研究部

发债限制约束部分股份制银行发行新债

发债限制对大部分银行影响不大。从考虑融资之后的核心资本充足率看，只有浦发银行和华夏银行的资本充足率低于 7%；深发展只有 7.84%，也接近 7%的发债红线。

表 15：考虑融资之后的上市银行资本充足率

	09 年二季度核心资本充足率	09 年三季度核心资本充足率	考虑融资之后的核心资本充足率
浦发银行	4.68%	6.76%	6.76%
华夏银行	6.84%	6.77%	6.77%
民生银行	5.90%	6.01%	8.74%
招商银行	6.50%	6.61%	9.34%
南京银行	13.31%	11.63%	18.70%
兴业银行	7.41%	7.50%	9.36%
北京银行	13.48%	12.60%	12.60%
交通银行	8.81%	8.08%	8.08%
工商银行	9.97%	9.86%	9.86%
建设银行	9.30%	9.57%	9.57%
中国银行	9.43%	9.37%	9.37%
中信银行	10.45%	9.84%	9.84%
深发展 A	5.08%	5.20%	7.84%
宁波银行	11.56%	10.02%	14.66%

资料来源：长江证券研究部

注：民生银行、招商银行、南京银行、兴业银行、深发展和宁波银行已经有融资计划或者已经融资。估计的融资额度均按照上市银行最高的融入金额计，而且加权风险资产均按照三季度末的风险加权资产计。

混合资本债发行规模相对较小

目前，上市银行中只有华夏银行、兴业银行、民生银行和深发展银行发行了混合资本债，总量为 189.4 亿元，占长期次级债的比例为 6% 左右。我们预计上市银行为了规避新规中对次级债的限制条款，可能会增加对混合资本债的发行来补充资本金。

表 16：上市银行混合资本债发行情况（单位：百万）

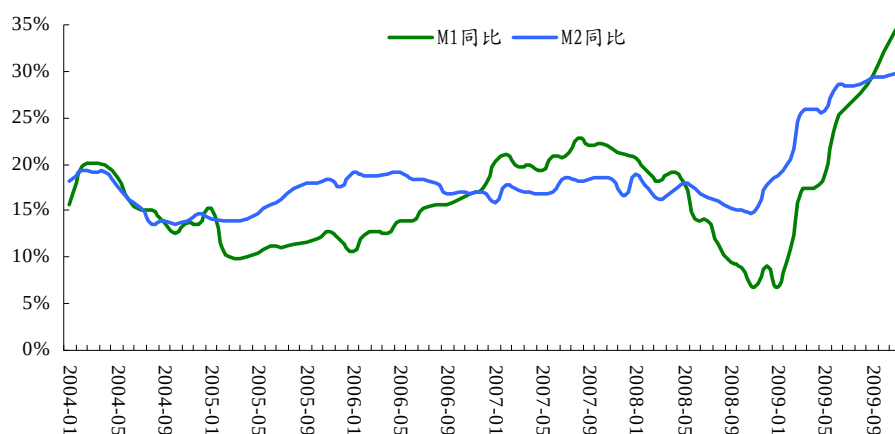
	混合资本债
华夏银行	4000
兴业银行	4000
民生银行	9450
深发展	1490

资料来源：长江证券研究部

信贷紧缩趋势下的选股策略

预计 2010 年 M1、M2 将维持 20% 以上的高位运行，并且处于 M1 大于 M2 的阶段，货币政策仍属于适度宽松的范畴。

图 7：2004 年以来 M1 与 M2 同比增速的变化

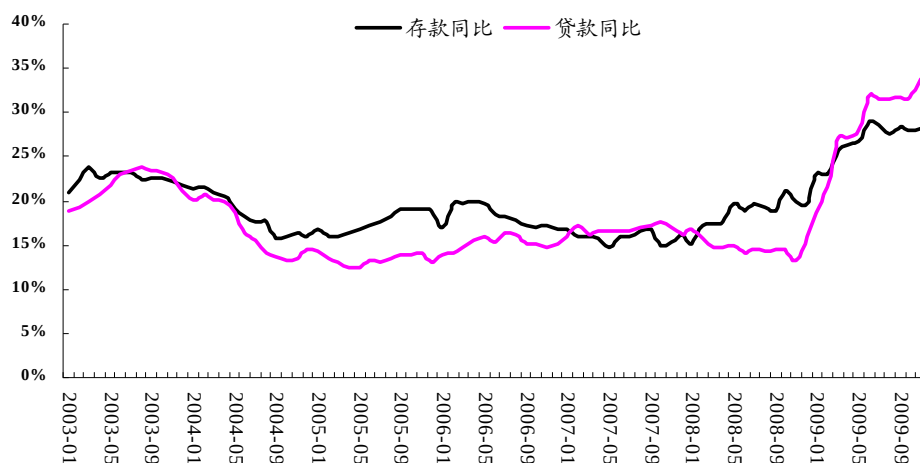


资料来源：长江证券研究部

但监管部门将通过窗口指导、定向央票、严格资本充足率和贷存比等监管指标，促使信贷市场形成从紧的趋势，月度新增贷款规模将逐步回归至 3000 至 5000 的正常水平。

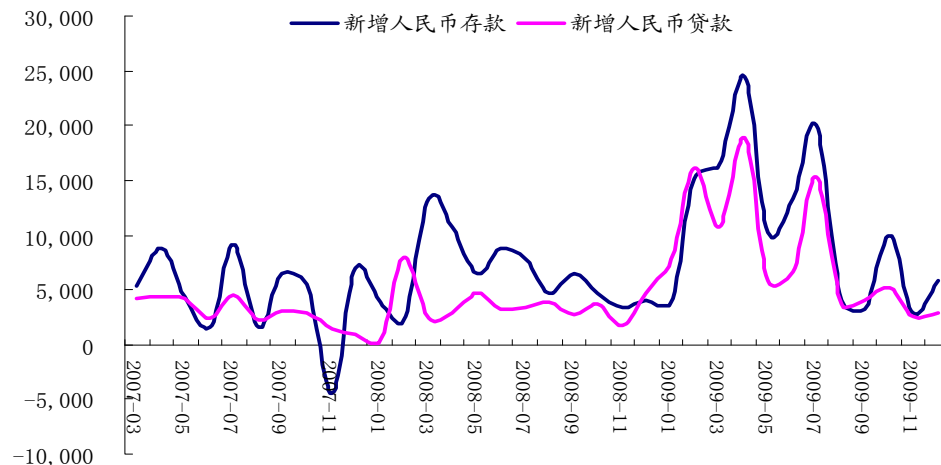
根据 M1 与 M2 的规模，及月度新增贷款结构的变化，预计 2010 年新增贷款规模约 6.6 万亿元以上，信贷增速为 16.5%。

图 8：2003 年以来存款与贷款同比增速的变化



资料来源：长江证券研究部

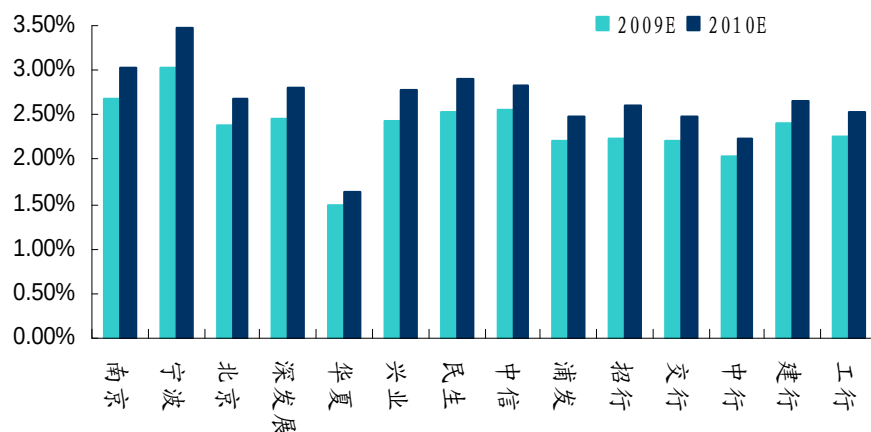
图 9：2007 年以来月度新增存款与贷款规模的情况



资料来源：长江证券研究部

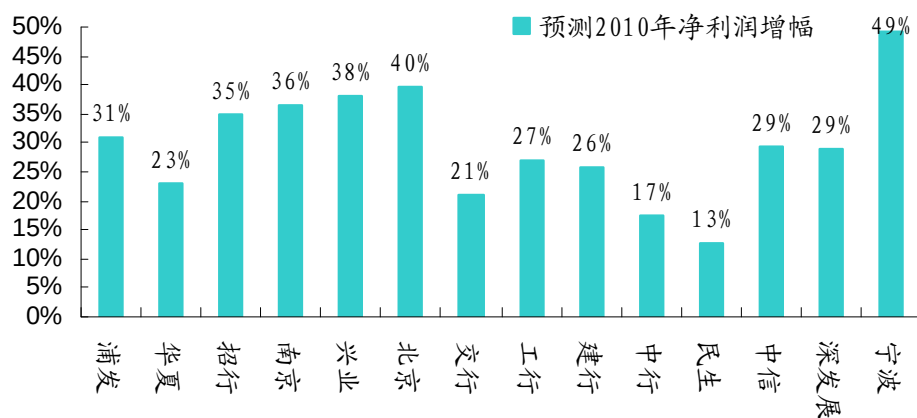
我们认为信贷理财产品受限和资本补充机制新规的出台，冲击原有的资本补充渠道，可能导致资本充足率提升幅度减少，从而达到在货币政策仍适度宽松的背景下，通过资本充足率等方式达到紧缩信贷的目的。

资本充足率将是 2010 年贷款增速的重要约束条件。我们的选股逻辑一方面是考虑次级债持有和发行新规、信贷理财受限等政策趋势下，资本补充新机制影响较小、资本充足率较高的银行；另一方面考虑商业银行资产和负债的主动性调整使净息差回升的空间。

图 10：上市银行净息差预测


资料来源：长江证券研究部

我们认为，虽然 2010 年商业银行整体信贷增速将下降，但通过资产与负债结构的调整，部分银行净息差回升的幅度有望超越 12%，全年净利润增幅达到 35%至 48%。维持银行业的看好投资评级。

图 11：预计 2010 年上市银行净利润增长 25%以上


资料来源：长江证券研究部

个股方面，我们认为兴业、宁波和北京银行在 2010 年有望保持较快信贷增速、全行业明年拨备和不良整体压力较小、净息差对业绩的提升效果大于信贷因素，预计业绩增幅较大，具有估值或成长优势，值得优先考虑；招行和深发展在融资后信贷增速有望提升，而房贷利率优惠幅度的减少、净息差上升超预期将是其股价的触发因素。

行业上市公司估值指标与评级变化

公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次
招商银行	18.05	1.10	0.93	1.25	16.41	19.50	14.43	4.01	3.68	2.93	推荐	推荐
浦发银行	21.69	1.42	1.56	2.05	15.30	13.88	10.58	2.95	2.55	2.06	谨慎推荐	谨慎推荐
交通银行	9.35	0.58	0.62	0.75	16.12	15.10	12.48	3.16	2.81	2.29	谨慎推荐	中性
民生银行	7.91	0.42	0.58	0.66	18.83	13.54	12.00	2.77	2.42	2.01	谨慎推荐	谨慎推荐
兴业银行	40.31	2.28	2.65	3.46	17.68	15.21	11.65	4.11	3.38	2.62	推荐	推荐
北京银行	19.34	0.87	0.99	1.39	22.23	19.49	13.96	3.56	3.21	2.61	推荐	推荐
宁波银行	17.49	0.53	0.60	0.89	33.00	29.33	19.65	4.97	4.31	3.54	推荐	推荐
深发展	24.37	0.20	1.61	2.08	121.85	15.13	11.74	4.62	3.80	2.87	推荐	推荐
工商银行	5.44	0.33	0.39	0.49	16.48	14.03	11.07	3.01	2.69	2.16	中性	中性
建设银行	6.19	0.40	0.48	0.60	15.48	12.89	10.26	3.11	2.56	2.05	谨慎推荐	谨慎推荐
中国银行	4.33	0.25	0.30	0.35	17.32	14.40	12.26	2.35	2.14	1.82	中性	中性
华夏银行	12.42	0.70	0.72	0.89	17.65	17.18	13.95	2.26	2.07	1.80	中性	中性
南京银行	19.35	0.79	0.86	1.18	24.49	22.40	16.43	3.15	2.94	2.49	谨慎推荐	谨慎推荐
中信银行	8.23	0.34	0.68	0.86	24.21	12.02	9.61	3.37	2.97	2.27	谨慎推荐	谨慎推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	（8621）68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	（8621）68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	（8621）68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。