

银行业

行业研究/深度报告

推荐 维持评级

资本消耗现发展隐忧，二次升级成未来看点

民生精品---深度研究报告/银行业

2010 年 12 月 9 日

报告摘要:

● 二次升级的推进成为银行长期估值的核心决定因素

平均来看商业银行信贷增速每上升1个百分点会降低核心资本充足率1.6-3bps，单纯依靠信贷投放提高净利润增速的经营模式将无法维持。在此背景下，二次升级意义在于探索一条利润水平快速提升而不依靠资产规模无限扩张增长途径。商业银行的二次升级将成为决定其估值水平和发展能力的核心因素。

● 预计2011年新增贷款7万亿，息差上行15bps，银行业利润增长20%，中短期业绩无忧

短期来看我国经济增长青黄不接，货币政策内忧外患。2011年新增信贷将在实体经济需求和通胀压力之间寻求权衡。我们预计2011年新增信贷为7万亿，中性预期下息差上行15bps，全年行业利润增长20%。

● 新拨备政策可能分层执行，四大行（2.84%）和非系统重要性银行（3.52%-6.08%）受影响较小

一刀切按照2.5%比例执行新拨备政策将会降低银行业净利润16.03%，较大的影响使得该政策最终可能分层实施：对于“系统重要性金融机构”要求2012年前达到2.5%的标准，对于其他银行则降低标准到1.8%-2.0%。基于此，四大行业绩受影响较小，平均2.84%；中信、招行、交行受影响较大，分别为30.81%、14.83%和12.93%；其他银行平均影响为3.52%至6.08%。

● 重点推荐民生、中行、华夏、南京和兴业银行

以二次升级为出发点，结合中短期业绩的释放和风险水平，我们推荐具有短中长期三重优势的为民生银行，具有双重优势的为中行、华夏、南京和兴业银行。

● 风险因素

主要风险在于拨备政策、平台贷款的实际状况差于预期；央行更多地用存款准备金政策而非加息政策控制通胀。

重点公司盈利预测

	EPS (元)				净利润增长率 (%)			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
中国银行	0.32	0.38	0.44	0.50	27	27	16	14
民生银行	0.54	0.57	0.7	0.86	54	32	23	17
华夏银行	0.75	1.12	1.45	1.65	22	49	29	14
兴业银行	2.66	2.85	3.56	4.4	17	29	24	24
南京银行	0.84	0.81	1.07	1.26	6	42	32	18

资料来源: Wind, 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 李锋

执业证号: S0100210070004

(李少君为本报告提供相关模型设计、数据分析和文字支持 8610-85127656, lishaojun@mszq.com)

地址: 北京市东城区建国门内大街28号
民生金融中心A座16层 100005

一年行业与沪深300走势比较



相关研究

目录

一、资本消耗瓶颈需二次升级破解，看好综合化和专业化特点的银行.....	3
（一）资本消耗难以内生补充	4
（二）二次升级需看综合化、专业化	7
二、信贷回归息差扩大，短期银行业绩无忧.....	8
（一）预计 2011 年新增信贷 7 万亿	8
（二）中性假设下息差上行 15BPS.....	9
三、风险因素逐渐明朗，好于预期为大概率事件.....	10
（一）分层实施拨备新政，预计实际业绩影响小于 8%.....	10
（二）平台贷款信贷成本悲观情况下上升 38-75BPS.....	13
四、选股策略与组合推荐.....	14
（一）二次升级是估值的关键	14
（二）短期业绩有保障，风险水平显优势	16
（三）重点公司推荐：民生、南京、兴业、中行和华夏	17
插图目录	18
表格目录	18

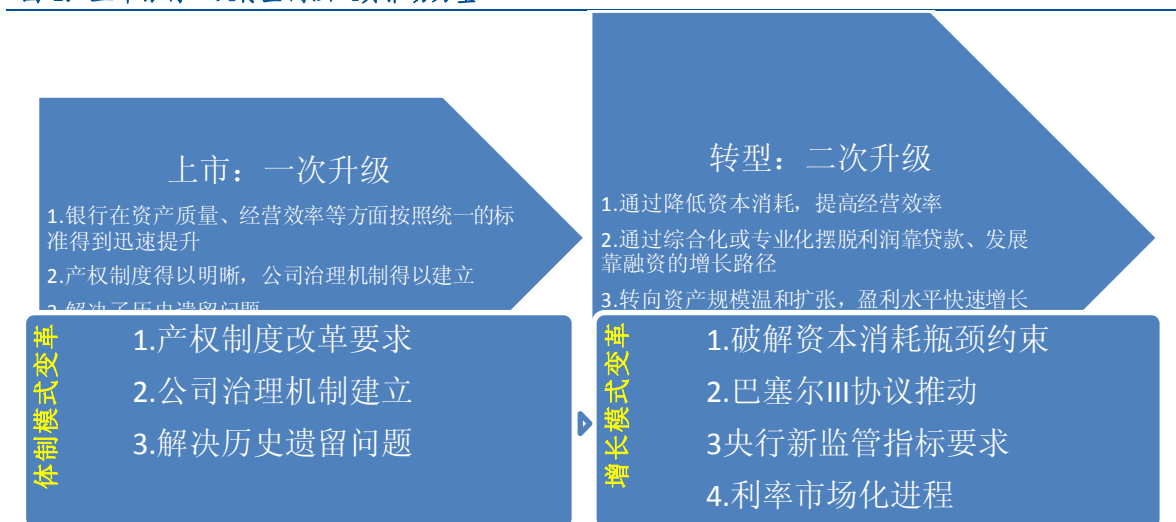
从国际视角来看，在利率市场化和金融脱媒的背景下，西方商业银行通过综合化或专业化经营破解了资本消耗的发展瓶颈。就我国来看，如果说上市是银行业的第一次升级，他使得商业银行在资产质量、经营效率等方面按照统一的标准得到了迅速提升，那么在众多相对同质化的上市银行中如何脱颖而出，提升估值水平、探索可持续发展模式则取决于银行的二次升级。

我们认为：短期来看商业银行业绩虽有保障，但估值水平的提升和业绩的可持续增长取决于二次升级的成败。

一、资本消耗瓶颈需二次升级破解，看好综合化和专业化特点的银行

1、快速扩张和监管新规要求银行必须二次升级

图 1：上市银行二次转型内涵及其推动力量



资料来源：Wind，民生证券研究所

二次升级的主要推动力量在于：

第一，金融危机过程中快速的资产扩张加速了商业银行的资本消耗，商业银行资本充足率水平下降较多，不得不被动地通过各种方式进行再融资以暂时解除资本充足瓶颈；

第二，巴塞尔 III 对资本结构、资本充足率水平等作出了诸多改革，银行业原有增长模式压力增大；

第三，央行和银监会在不断加强资本监管的同时，越发重视采用新的指标对商业银行资本约束的监管，同时动态拨备讨论、严格监控地方政府融资平台贷款举措等新监管措施进一步加大了商业银行资本补充压力。

第四，利率自由化的背景下，长期内商业银行净息差将趋于收敛，传统盈利模式难以维持高速增长需求。

2、二次升级：通过综合化和专业化经营，破解银行发展的资本消耗瓶颈

商业银行的二次升级的核心内涵在于商业银行通过降低资本消耗，提高经营效率，通过资本集约型业务的拓展实现综合化或专业化。

摆脱利润靠贷款、发展靠融资的增长路径，转向资产规模温和扩张，盈利水平快速增长的可持续发展路径。

（一）资本消耗难以内生补充

1、天量信贷后，商业银行资本充足率急剧下降

2008 年以来商业银行信贷投放速度较快，天量信贷增速加剧了银行业资本消耗。快速的资本消耗和慢速的内生资本补充机制使得商业银行资本约束和业务快速持续发展的矛盾日益突出：

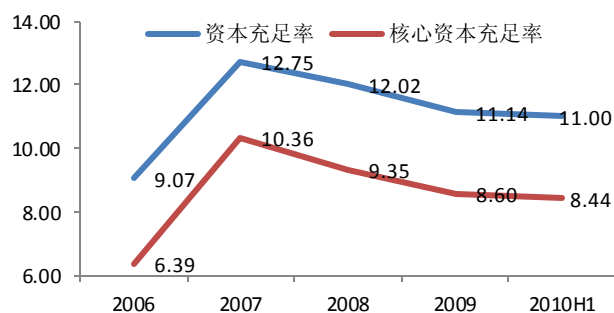
图 2：现有发展模式无法维持商业银行的可持续发展



资料来源：Wind，民生证券研究所

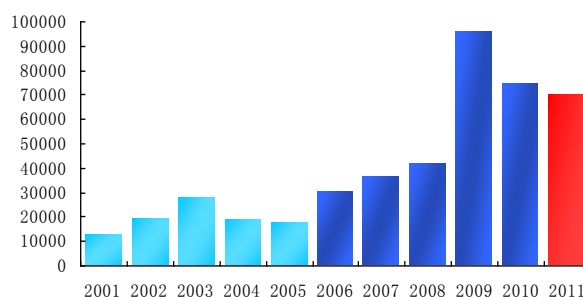
2009-2011 年三年的新增信贷资产规模接近 24 万亿，三年的增量与 2006 年的存量水平相近；也就是说，这三年间新增的贷款为 2006 年之前新增贷款的总和。快速的资产扩张和资本补充渠道的相对狭窄导致商业银行资本充足率自 2007 年以来持续下降。

图 3：贷款快速扩张，资本充足水平较快下降



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 4：2009 年以来信贷资产超水平扩张

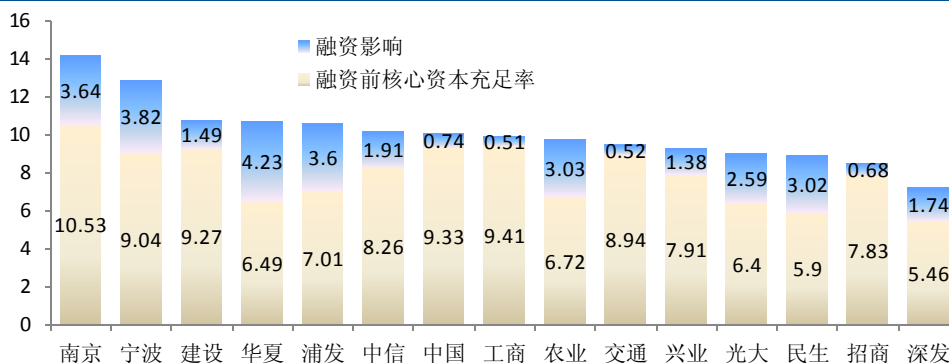


请务必阅读最后一页免责声明

2、“放贷——再融资”怪圈根源在于增长过分依赖放贷，资本消耗过快

从商业银行资本金补充的角度来看，现阶段商业银行的核心资本部分主要包括：实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股权；其中可以持续补充的部分主要为盈余公积和未分配利润，其来源主要为当年净利润；商业银行的附属资本主要包括：重估准备、一般准备、优先股、可转换债券和长期次级债务，其中可以持续补充的是一般准备，其主要来源为未分配利润。除此之外，商业银行还可以通过增发、配股、可转债、长期次级债等方式以再融资的方式进行核心资本和附属资本的补充。

图 5：15 家上市银行通过股权融资缓解核心资本充足率瓶颈



资料来源：Wind，民生证券研究所

在天量信贷扩张之后，商业银行内生（通过净利润）的资本补充不敌资本消耗速度，导致放贷越快，资本消耗越快。经历了一轮快速扩张之后，除北京银行外，16 家银行中有 15 家通过首次公开发行、增发和配股等方式纷纷进行核心资本的补充。

表 1：天量信贷后，融资进行时

	融资额	增发	配股	IPO	时间	融资前核心资本充足率	融资后核心资本充足率
深发展 A	69.1 亿	V			2010 年 6 月	5.46	7.2
宁波银行	43.8 亿	V			2010 年 10 月	9.04	12.86*
浦发银行	392 亿	V			2010 年 10 月	7.01	10.61*
华夏银行	计划 208 亿	V			预计 2011 年	6.49	10.72*
民生银行	312.3 亿港元			V	2009 年 11 月	5.9	8.92
招商银行	176.8 亿		V		2010 年 3 月	7.83	8.51
南京银行	48.1 亿		V		2010 年 11 月	10.53	14.17*
兴业银行	177 亿		V		2010 年 6 月	7.91	9.29
农业银行	221 亿美元			V	2010 年 7 月	6.72	9.75
交通银行	170 亿		V		2010 年 6 月	8.94	9.46
工商银行	335.8 亿		V		2010 年 11 月	9.41	9.92*
光大银行	217 亿			V	2010 年 7 月	6.40	8.99
建设银行	22.3 亿，计划 750 亿		V		2010 年 11 月	9.27	10.76*
中国银行	416.4 亿		V		2010 年 11 月	9.33	10.07*
中信银行	计划 260 亿		V		预计 2011 年	8.26	10.17*

注：*代表为静态预测值

资料来源：公司公告，民生证券研究所

3、1%贷款增速侵蚀 1.6-3bps 核心资本充足率，未来高速扩张隐忧显现

由于附属资本并不具备内生性持续补充机制，我们在这里只讨论核心资本充足率在仅有内省持续补充机制的方式的条件下，随着商业银行经营的演进其变化情况。以不同的核心资本充足率作为起点，我们对资本消耗情况进行了测算：

给定商业银行初始核心资本充足率为 9% 的起点：当商业银行资产扩张速度分别为 25%、20% 和 15% 时，其 10 年后核心资本充足率分别为 4.54%、5.53% 和 6.95%，年均下降 45bps、35bps 和 21bps，平均来看，1 个百分点的贷款规模增速会侵蚀资本充足率 1.6bps。

给定商业银行初始核心资本充足率为 12% 的起点：当商业银行资产扩张速度分别为 25%、20% 和 15% 时，其 10 年后核心资本充足率分别为 4.86%、6.01% 和 7.69%，年均下降 71bps、60bps 和 43bps，平均来看，1 个百分点的贷款规模增速会侵蚀资本充足率 3bps。

图 6：1% 贷款增速平均侵蚀资本金 3bps

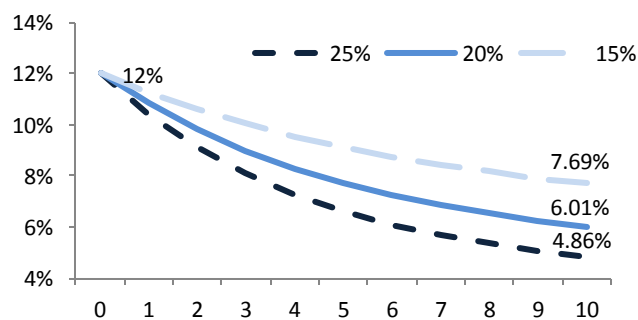
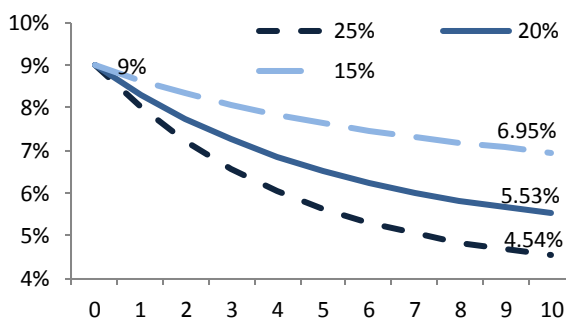


图 7：1% 贷款增速平均侵蚀资本金 1.6bps



贷款比例：60%，ROA：1%，且净利润增长速度等于贷款规模扩张速度。分析对象：三年后核心资本充足率（假设第 0 年分别为 12% 和 9%）

资料来源：Wind，民生证券研究所

4、现阶段商业银行净利润增速和贷款增速关系难以支撑贷款规模快速扩张

根据我们的模型，影响商业银行资本消耗的主要因素包括：贷款扩张速度、净利润增长速度、贷款所占资产比例和初始 ROA 水平。我们认为，利润增速高于贷款增速是维持核心资本充足率达标的前提条件。

- 内生式增长可满足：如果商业银行贷款增速超过净利润增速，商业银行的核心资本充足水平将会呈现快速下降趋势，反映在敏感性分析表的右上区域；
- 外延式增长不满足：如果商业银行贷款增速低于净利润增速，商业银行的核心资本充足水平将会稳步提升，反映在敏感性分析表的左下区域。

表 2：资本充足率敏感性分析 1（两年后核心资本充足率）

净利润增速	贷款增速					
	10%	15%	20%	25%	30%	35%
10%	8.01%	7.69%	7.41%	7.14%	6.90%	6.67%
15%	8.03%	7.72%	7.43%	7.16%	6.92%	6.69%
20%	8.05%	7.74%	7.45%	7.18%	6.94%	6.71%
25%	8.07%	7.76%	7.47%	7.20%	6.95%	6.73%
30%	8.09%	7.77%	7.48%	7.22%	6.97%	6.74%
35%	8.11%	7.79%	7.50%	7.23%	6.98%	6.76%

贷款比例：60% 初始 ROA：1% 分析对象：两年后核心资本充足率（假设第 0 年为 9%）

资料来源：民生证券研究所

表 3: 资本充足率敏感性分析 2 (三年后核心资本充足率)

净利润增速	贷款增速					
	10%	15%	20%	25%	30%	35%
10%	7.21%	6.95%	6.72%	6.51%	6.32%	6.14%
15%	7.22%	6.97%	6.74%	6.53%	6.33%	6.15%
20%	7.24%	6.99%	6.76%	6.55%	6.35%	6.17%
25%	7.26%	7.01%	6.77%	6.56%	6.36%	6.18%
30%	7.27%	7.02%	6.79%	6.57%	6.38%	6.19%
35%	7.29%	7.03%	6.80%	6.59%	6.39%	6.20%

贷款比例: 60% 初始 ROA: 1% 分析对象: 三年后核心资本充足率 (假设第 0 年为 9%)

资料来源: 民生证券研究所

5、通过近一轮的大规模融资，商业银行核心资本充足率平均在 9% 左右，如果三年内不再进行股权融资，贷款增速和利润增速需要满足下述关系

融资后资本充足率维持三年的条件:

- 给定 15% 的贷款增速，净利润增速需达到 25% 方可维持净资本充足率达标三年。
(给定 9% 的初始核心资本充足率水平)
- 给定 20% 的净利润增速，贷款增速为 10% 方可维持净资本充足率达标三年。(给定 9% 的初始核心资本充足率水平)

实际要求条件可能较我们的分析更加苛刻，二次升级迫在眉睫:

- 仅依靠贷款快速扩张，在利率自由化进程压缩息差空间的背景下，较低的净利润增速将导致商业银行内生性资本补充不足，核心资本充足率快速下降。
- 通过二次升级，提高非息业务对银行净利润的贡献，降低资本消耗，方能够实现商业银行盈利增长的同时，核心资本充足率维持在均衡水平。

(二) 二次升级需看综合化、专业化

从商业银行的经营环境来看，利率自由化会推动净息差逐渐收敛，由此带来的直接结果是给定收入结构的条件下，贷款扩张增速对净利润增速的贡献将逐渐下降。核心资本充足率水平快速下滑。

在此背景下，商业银行的二次升级将成为决定其估值水平和发展能力的核心决定因素。二次升级的目的主要为探索一条资产规模温和扩张，利润水平快速提高的增长途径。

结合国际银行业的历史经验和我国特殊的发展阶段，我们认为商业银行二次转型的主要途径有二:

- 经营综合化。主要思路是拓展资本消耗较低的非息业务。在政策允许的范围内，逐渐拓展商业银行综合化经营的范围。将非息业务的链条从现有的清算结算、信用卡、(与贷款业务相关的) 融资顾问等相关业务逐渐拓展，通过创设、并购等方式逐渐增加保险、信托、金融租赁、咨询顾问、证券投资等领域;
- 经营专业化。主要思路是信贷集约化，重点发展风险资产权重较低的贷款资产。考虑未来可能的政策扶植方向，加大消费贷款、个人按揭贷款、中小企业贷款、

涉农贷款、新兴产业贷款以及涉及节能减排的绿色贷款等相关资产的配置，同时通过资产转让等退出方式优化存量贷款的结构。

就我国银行业现状来看，众多银行已经纷纷开始进行二次升级布局。如四大行开始纷纷开展租赁、信托、个人消费金融等业务，中小型银行纷纷开展中小企业融资、绿色行业融资服务；二次升级的业务开展已经成为各上市公司发展战略的重点。

二、信贷回归息差扩大，短期银行业绩无忧

（一）预计 2011 年新增信贷 7 万亿

1、2011 年新增信贷将在实体经济需求和通胀压力之间寻求权衡，在快和慢之间体现出政策倾向。我们认为 2011 年新增信贷增速将趋于回归历史均值。

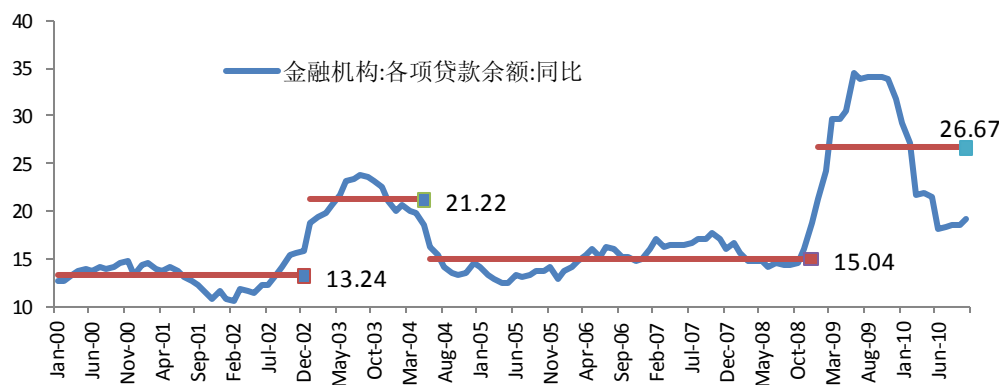
2011 年将是宏观经济“两难”继续的一年。

- 实体经济逐渐回升，信贷需求持续增加；
- 国内流动性水平居高不下，通胀屡创新高，信贷供给将成为抑制流动性和物价水平的有力砝码。
- 如何在抑制通胀的同时又不伤及实体经济将成为 2011 年货币政策的矛盾焦点。

扩大信贷保增长和收紧信贷防通胀成为货币政策的难点所在。

- 作为应对通胀的有效手段，提高存款准备金率、加息和信贷增速控制的组合拳将逐步施行。
- 但较大幅度加息将影响到实体经济，且由于存在时滞难以较快回笼流动性，收紧信贷增速或将成为最为直接有效的调控手段。

图 8：新增信贷投放演进



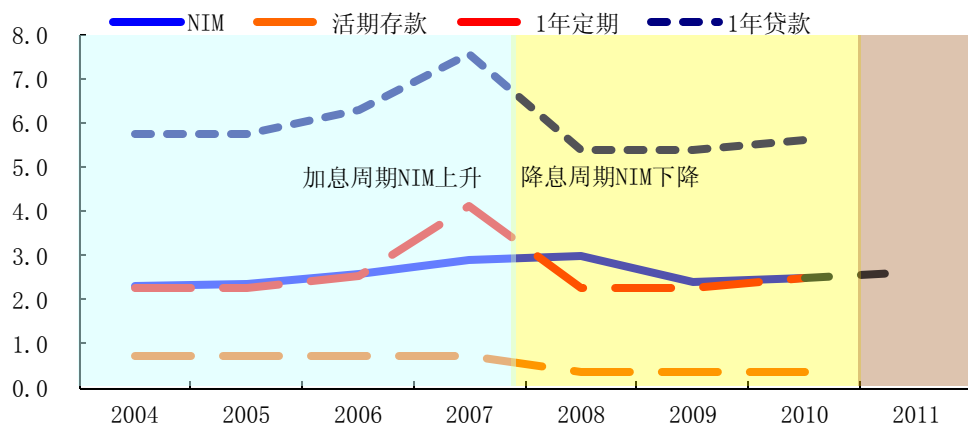
资料来源：Wind，民生证券研究所

2、预计 2011 年新增信贷 7 万亿

考察 2000 年以来的贷款投放周期，在每个高峰过后增速都将向均值回归，前两个信贷投放高峰之后的平均水平分别为 13.24% 和 15.04%，我们预计 2011 年信贷投放增速约为 15%，新增信贷规模将达 7 万亿左右。

（二）中性假设下息差上行 15bps

图 9：预计伴随利率调整，NIM 将逐步扩大

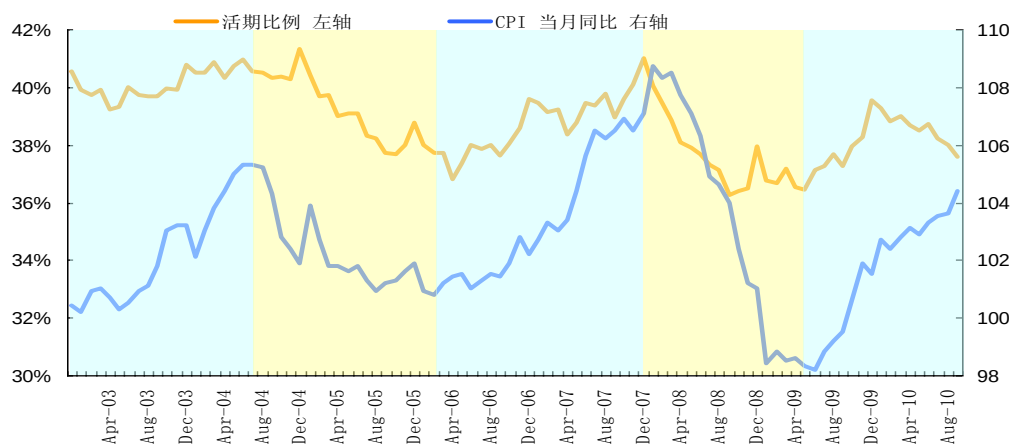


资料来源：Wind，民生证券研究所

1、预计 2011 年活期存款比例保持稳定，活期存款利率决定付息负债成本

活期存款比例与 CPI 走势呈现同向变动趋势，预计 2011 年全年 CPI 增长将维持在 3% 左右，与 2010 年基本保持一致。而由于 2010 年 10 月以来 CPI 增长意外超预期，活期存款比例已经提前向下做出反应。伴随着 2011 年 CPI 的逐渐回落，活期存款比例也将维持相对稳定，不会大幅下滑。付息负债的主要影响因素仅为活期存款利率。

图 10：CPI 与活期存款占比同向变动



资料来源：Wind，民生证券研究所

2、贷款久期约为 2.5 年，三年期贷款利率决定贷款利息收入

生息资产的最主要构成部分为一年以上的中长期贷款，根据我们的测算，商业银行贷款平均久期约为 2.5 年，关键利率为三年期贷款利率。

3、整个加息周期息差扩大 50-60bps，2011 年全年上行 15bps

- 从历史的表现来看，2004 年至 2010 年，我国经历了一个完整的从加息周期和降息周期。伴随着利率的调整，息差也呈现了通向的变动趋势。在 2004-2007 年的

加息周期中，上市银行平均净息差上升幅度超过 60bps，此后进入降息周期，平均净息差下降近 50bps。

- 加息周期初期（第一年）息差扩大幅度约为全周期的 1/4，预计 2011 年全年净息差上行 15bps。如果出现只上调存款利率的不对称加息，则息差回升幅度将放缓。

三、风险因素逐渐明朗，好于预期为大概率事件

2010 年涉及银行业的政策频出，包括“按照总贷款 2.5% 计提拨备”、地方政府融资平台排查、房地产新政等。这些政策将在 3-5 年内影响银行业的业绩，业绩影响的幅度受具体政策的实施细则和落实时限决定。

（一）分层实施拨备新政，预计实际业绩影响小于 8%

银监会拟要求商业银行按照拨备/总贷款额的 2.5% 计提拨备。作为积极探讨提高银行业资产安全性的有益尝试，该项措施体现了监管当局强化风险管理的宏观方向和战略思想。

1、若一刀切实施，五家银行业绩影响超 20%，整体影响较大，实施概率较小

- 一刀切地按照 2.5% 的水平计提拨备对商业银行整体影响较大，对 2011 年业绩影响超过 20% 的银行为五家。
- 如果银监会要求商业银行在 2011 年底前达标（商业银行按五个季度逐步增加拨备计提），对 2010 年和 2011 年的银行业利润影响分别为 9.24% 和 36.97%，信贷成本将分别上升 23bps 和 91bps。受影响最大的银行分别为深发展、兴业银行和中信银行，受影响最小的银行分别为农行、华夏银行和建设银行。
- 该项措施其忽视了不同资产的风险差异，可能导致资产风险与资产拨备脱钩；定价自主权相对缺失的条件下，按照 2.5% 计提拨备将直接影响到商业银行放贷的收益水平，进而降低商业银行的放贷意愿。给定拨贷比，贷款增速高将直接降低贷款资产的收入。

表 4：商业银行受新拨备政策影响程度差异较大

	2010		2011	
	利润	信贷成本	利润	信贷成本
深发展 A	10.0%	0.23%	39.9%	0.90%
宁波银行	7.4%	0.26%	29.6%	1.06%
浦发银行	5.7%	0.14%	22.8%	0.57%
华夏银行	0.2%	0.00%	0.7%	0.01%
民生银行	4.9%	0.12%	19.7%	0.47%
招商银行	4.4%	0.12%	17.8%	0.48%
南京银行	1.7%	0.07%	6.7%	0.28%
兴业银行	8.0%	0.24%	32.1%	0.98%
北京银行	3.7%	0.13%	14.7%	0.51%
农业银行	0.0%	0.00%	0.0%	0.00%
交通银行	3.9%	0.10%	15.5%	0.40%
工商银行	0.5%	0.02%	2.1%	0.07%

光大银行	1.6%	0.04%	6.5%	0.16%
建设银行	0.4%	0.01%	1.6%	0.06%
中国银行	2.5%	0.07%	10.0%	0.27%
中信银行	9.2%	0.23%	37.0%	0.91%

资料来源：Wind，民生证券研究所

表 5：新拨备政策对贷款收入影响的敏感性分析

		贷款增速								
拨 贷 比		15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%
	1.1%	1.54%	1.55%	1.56%	1.57%	1.58%	1.58%	1.59%	1.60%	1.61%
	1.2%	1.46%	1.47%	1.47%	1.48%	1.49%	1.50%	1.51%	1.52%	1.52%
	1.3%	1.37%	1.38%	1.39%	1.40%	1.41%	1.42%	1.43%	1.43%	1.44%
	1.4%	1.28%	1.29%	1.30%	1.31%	1.32%	1.33%	1.34%	1.35%	1.36%
	1.5%	1.20%	1.21%	1.22%	1.23%	1.24%	1.25%	1.26%	1.27%	1.28%
	1.6%	1.11%	1.12%	1.13%	1.14%	1.16%	1.17%	1.18%	1.19%	1.20%
	1.7%	1.02%	1.03%	1.05%	1.06%	1.07%	1.08%	1.10%	1.11%	1.12%
	1.8%	0.93%	0.95%	0.96%	0.97%	0.99%	1.00%	1.01%	1.02%	1.04%
	1.9%	0.85%	0.86%	0.88%	0.89%	0.90%	0.92%	0.93%	0.94%	0.96%
	2.0%	0.76%	0.78%	0.79%	0.81%	0.82%	0.83%	0.85%	0.86%	0.87%
	2.1%	0.67%	0.69%	0.71%	0.72%	0.74%	0.75%	0.76%	0.78%	0.79%
	2.2%	0.59%	0.60%	0.62%	0.64%	0.65%	0.67%	0.68%	0.70%	0.71%
	2.3%	0.50%	0.52%	0.53%	0.55%	0.57%	0.58%	0.60%	0.61%	0.63%
	2.4%	0.41%	0.43%	0.45%	0.47%	0.48%	0.50%	0.52%	0.53%	0.55%
	2.5%	0.33%	0.34%	0.36%	0.38%	0.40%	0.42%	0.43%	0.45%	0.47%

资料来源：Wind，民生证券研究所

表 6：商业银行拨贷比差异较大（%）

	2009	2010Q2	2010Q3
深发展 A	1.10	1.37	1.45
宁波银行	1.34	1.28	1.28
浦发银行	1.97	1.87	1.85
华夏银行	2.50	2.48	2.48
民生银行	1.73	1.81	1.95
招商银行	n.a	n.a	1.95
南京银行	2.12	2.14	2.18
兴业银行	1.38	1.37	1.38
北京银行	2.20	1.94	1.91
农业银行	3.07	3.16	3.32
交通银行	2.05	1.97	2.05
工商银行	2.53	2.39	2.42
光大银行	2.43	2.26	2.31
建设银行	2.64	2.50	2.43
中国银行	2.30	2.26	2.19
中信银行	1.42	1.38	1.43

资料来源：Wind，民生证券研究所

2、一刀切不现实，分层实施可能性较大

通过上述分析可以看到，该项政策对商业银行的影响较大。并且由于拨贷比这一指标并没有充分考虑不同商业银行资产质量的差异，从资产质量角度来看可能会产生于政策预期相反的实际效果，主要表现有二：

其一，商业银行降低不良贷款的核销力度，其结果是账面不良贷款比例上升，不良贷款准备增加；

其二，商业银行贷款资产收益全面下降，放贷积极性全面降低，甚至出现惜贷现象。

由此，我们分析对该监管指标的引入将不会执行一刀切的标准，可能的方案有二：

其一，对于系统重要性金融机构执行拨贷比指标，对于其他机构暂不执行或降低标准执行；其二，对于系统重要性金融机构执行更加严格的资本充足率标准代替拨贷比指标。

对于第二种可能，如果提高系统重要性金融机构资本充足率 0.5-1 个百分点，则问题将重新回到本文第一部分讨论的二次升级问题中，结论并不发生实质性变化，只不过对于这些银行的限制条件将更加严格。

3、若分层实施拨贷比政策，除中信（30.81%）、招行（14.83%）和交行（12.93%）影响较大外，他行无忧

我们进行模拟测算：假设对于系统重要性银行要求 2012 年前拨贷比指标达到 2.5% 要求，对于非系统重要性银行拨贷比指标降低要求，我们讨论了三种可能的指标：2.0、1.9 和 1.8%。

表 7：商业银行 2011-12 年平均利润影响测算

非系统重要性机构拨贷比要求	2.0	1.9	1.8
深发展 A	17.49%	14.34%	11.19%
宁波银行	14.56%	12.53%	10.51%
浦发银行	4.45%	1.55%	0.00%
华夏银行	0.00%	0.00%	0.00%
民生银行	1.62%	0.00%	0.00%
招商银行	14.83%	14.83%	14.83%
南京银行	0.00%	0.00%	0.00%
兴业银行	14.83%	12.45%	10.06%
北京银行	1.81%	0.00%	0.00%
农业银行	0.00%	0.00%	0.00%
交通银行	12.93%	12.93%	12.93%
工商银行	1.72%	1.72%	1.72%
光大银行	0.00%	0.00%	0.00%
建设银行	1.34%	1.34%	1.34%
中国银行	8.31%	8.31%	8.31%
中信银行	30.81%	30.81%	30.81%

资料来源：Wind，民生证券研究所

通过测算，我们可以看到系统重要性银行虽然执行了较高的拨贷比指标，但是由于这些银行现有拨贷比指标相对水平较高，由此这一监管指标的影响相对较小，仅有中信银行、

招商银行和交通银行影响较大, 2011-2012 年利润分别影响 30.81%、14.83%和 12.93%; 非系统重要性银行如果引入这一指标, 华夏、浦发、民生、南京和北京影响均较小, 即使在非系统重要性银行执行 2%拨贷比标准的假设下, 这些银行受影响幅度均小于 5%。按照 2.5% (系统重要性) 和 2% (非系统重要性) 的标准, 平均影响为 7.79%。

(二) 平台贷款信贷成本悲观情况下上升 38-75bps

根据近期各商业银行相继披露的地方政府融资平台的相关数据, 我们认为总体而言地方政府融资平台风险可控, 但是潜在风险有待观察。

1、上市银行平台贷款资产比例约 13%

目前来看各行地方政府融资平台贷款占总贷款资产比例相对较低, 贷款余额占比基本上维持在 13%左右。

2、贷款质量优于预期

可获得数据的工商银行、建设银行、招商银行和民生银行的半覆盖及无覆盖的贷款规模占比均低于 20%, 工商银行、中信银行和光大银行的不良率均较低, 分别为 0.02%、0.6%和 0.03%。据此前的公开资料, 按照现有的三类划分方法, 就全国来看, 第一类能够依靠项目现金流偿还本息的融资平台贷款, 规模占全部贷款余额的 24%; 第二类是第一还款来源不足, 必须依靠第二还款来源覆盖本息的贷款, 有 4 万亿元左右, 占比约 50%; 第三类贷款项目借款主体不合规, 财政担保不合规或本期偿还有严重风险, 例如贷款挪用和贷款做资本金, 占比约 26%。

表 8: 各行地方政府融资平台概况

	余额 (亿元)	半覆盖及无覆盖	余额占比	不良率
工商银行	8300	15.00%	12.00%	0.02%
建设银行	7186	20.00%	13.30%	
中国银行	5350		9.60%	
交通银行	1800		8.30%	
兴业银行	1400		17.00%	
招商银行	1300	1.77%	10%	
南京银行	100		12.50%	
宁波银行	56		5.90%	
民生银行	1905	14.00%	19.20%	
中信银行	2000		16.70%	0.60%
光大银行				0.03%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

3、悲观假设下, 未来两年年均信贷成本上升 38-75bps

从动态角度来看, 由于贷款的风险暴露将集中在 2011 年和 2012 年, 各行地方政府融资平台类贷款的风险释放仍有待观察。根据现有统计数据, 假定存在问题的贷款比例占总贷款规模的 15% (存在下修空间), 在未来两年内贷款违约的概率 (PD) 分布在 5%到 30%, 给定损失比例 (LGD) 在 10%到 60%, 悲观情况下, 在未来两年内该类贷款的信用成本集中分布在 0.75%到 1.5%之间, 年均信贷成本为 38bps 到 75bps。

表 9：地方政府融资平台风信贷成本测算

PD	LGD					
	60%	50%	40%	30%	20%	10%
30%	2.70%	2.25%	1.80%	1.35%	0.90%	0.45%
25%	2.25%	1.88%	1.50%	1.13%	0.75%	0.38%
20%	1.80%	1.50%	1.20%	0.90%	0.60%	0.30%
15%	1.35%	1.13%	0.90%	0.68%	0.45%	0.23%
10%	0.90%	0.75%	0.60%	0.45%	0.30%	0.15%
5%	0.45%	0.38%	0.30%	0.23%	0.15%	0.08%

资料来源：民生证券研究所

4、三因素有助于推动风险逐步释放

- 地方政府财政收入的快速增长；
- 地方政府通过非银行渠道获得融资补充的规模；
- 商业银行对该类贷款清理、退出的力度和效率。

5、对平台风险相对乐观

总体来看，基于城镇化进程和区域化发展的总体战略，地方政府通过各种财政、金融安排保障融资平台还款能力属于大概率事件，未来两年中违约概率和违约损失均存在向下动态修正的空间。

四、选股策略与组合推荐

1、三因素导致 2010 年银行股估值压抑

纵观 2010 年全年，价值洼地成为银行板块的核心概念。造成商业银行板块估值较低的主要原因有三：

- 金融危机带来的全球性传导；
- 应对危机过程中银行资产规模快速扩张带来的风险预期；
- 商业银行利润快速增长背后内生发展的可持续性忧虑。

2、估值压抑因素将于 2011 年逐渐褪去

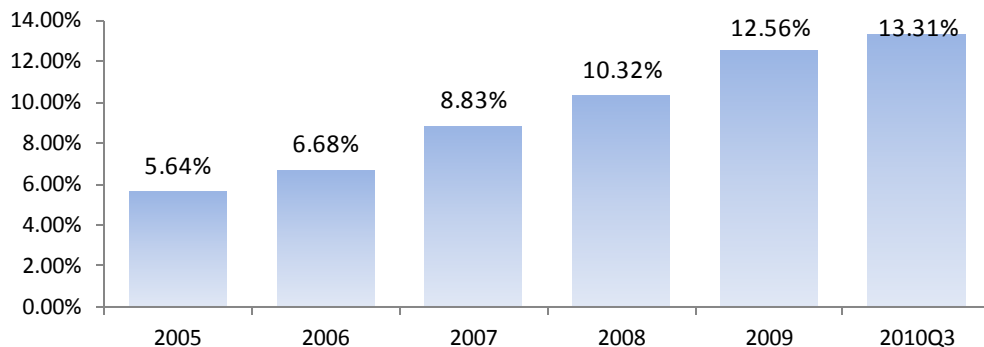
我们认为，伴随着宏观经济矫枉过正的逐步推进和实体经济的逐渐回升，制约银行业估值水平的因素正渐渐褪去，伴随着商业银行价值修复催化剂的缓慢释放，银行业的估值水平将在 2011 年趋于上扬。当金融危机的影响逐渐淡化和资产质量不确定性逐渐明朗之后，能够抓住二次升级的机遇，实现可持续性增长的商业银行具有估值优势。

（一）二次升级是估值的关键

1. 从综合化经营角度来看，大行具有规模优势

从现有数据来看，中间业务收入占比较高的银行业主要为国有大型商业银行，其原因在于渠道、客户资源、结算地位等多种方面。真正意义上的与贷款无关的中间业务收入占比仍旧较低。

图 11: 我国上市银行中间业务收入平均占比

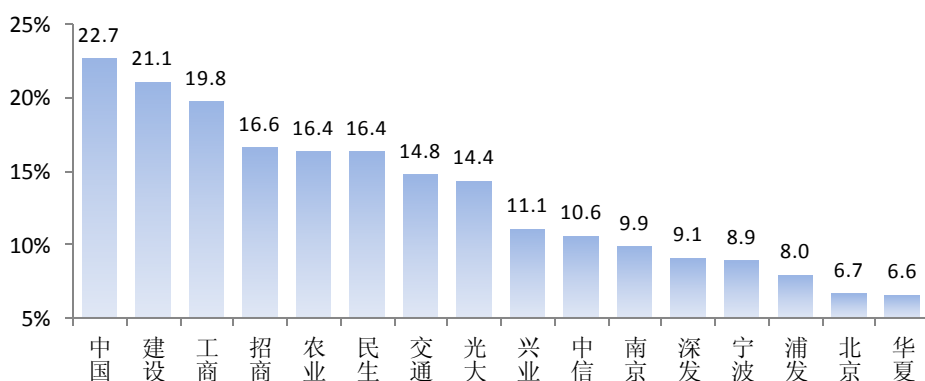


资料来源: Wind, 民生证券研究所

西方商业银行中间业务收入占比高的主要原因在于经营的多元化使得保险、证券、租赁、投资等多种业务为中间业务提供了相对较高的收入来源。在我国,中间业务由于受到经营范围的限制,主要停留在相对传统的阶段。在分业经营的前提下,中间业务收入跨越式发展的条件尚不具备。

我们预计在未来一段时间内,商业银行的经营范围将会逐渐拓展,国有大型商业银行通过收购兼并获得保险、证券、租赁和投资等活动将会大幅提高中间业务收入占比,从而实现收入结构的优化和资本运用效率的提高,从这个角度来看我们看好中国银行。

图 12: 2010 年三季度我国上市银行中间业务收入占比



资料来源: Wind, 民生证券研究所

2. 从专业化经营角度来看,招商、民生和兴业已初步形成独有的经营特色。

从专业化经营角度来看,我们看好招商、民生和兴业。

- 招商银行: 贷款结构不断优化,服务业和消费类贷款比例持续上升。二次转型成效初显,可持续发展能力得到有效提升,受益于此,招商银行中间业务和手续费收入占比稳定居于股份制商业银行前列。同时,通过加大财富管理、私人银行和信用卡等业务拓展力度,推动了零售类业务的快速发展。

- 民生银行: 借力事业部改制和商贷通业务促进增长方式转型, 从注重规模扩张逐渐向内涵式增长转变。商贷通产品定位中小企业和个体工商户, 有效地提高了贷款的议价能力, 且创造了新的吸储途径, 有利于减轻成本压力, 提升资产盈利能力。
- 兴业银行: 提高同业资产配置比例的战略有效地降低了资产类业务对资本金的消耗; 同时, 重视小企业贷款规模的提升, 在保证资产质量的同时有效地提高了企业的盈利能力, “赤道银行” 打造了企业绿色和节能减排的形象。

(二) 短期业绩有保障, 风险水平显优势

1、短期规模推动看好宁波、南京和华夏

短期内规模推动是业绩增长的重要因素。从这个角度来看, 以宁波银行、南京银行和华夏银行为代表, 受益于规模扩张和经营灵活, 其业绩增长将显著高于大型商业银行和银行业平均水平。

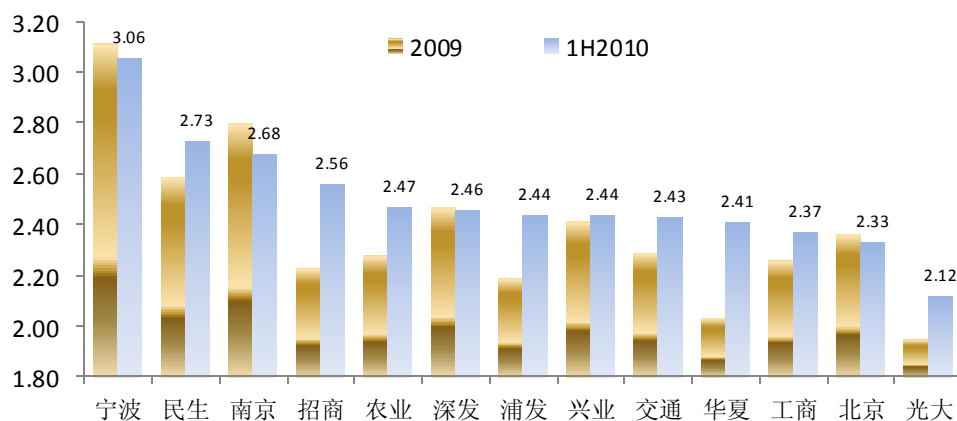
2、短期息差优势看好宁波、民生和中行

从短期来看, 净利润增速的最主要来源将仍为净利息收入。预计 2011 年新增信贷规模将较 2010 年微降, 努力提高议价能力, 扩大净息差成为净利润增长的重要驱动力量。根据现有数据来看, 城商行中宁波、股份制银行中招商和民生净息差水平和活期存款比例相对较高, 如果央行继续上调存贷款基准利率, 其受益也最大。

3、中期拨备政策看好南京、华夏、浦发和民生

从拨贷比数据来看, 城商行中南京, 股份制中华夏、浦发和民生受可能的新的拨备政策的影响相对较小, 新政策出台时安全边际相对较高。

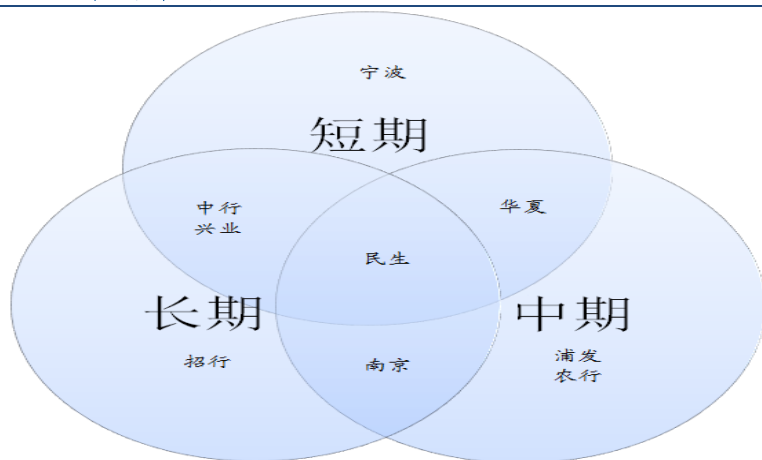
图 13: 各行净息差变动情况 (NIM)



资料来源: Wind, 民生证券研究所

（三）重点公司推荐：民生、南京、兴业、中行和华夏

图 14：二次升级和中短期风险的选股结果



资料来源：Wind，民生证券研究所

表 10：重点推荐投资品种

	国有大型银行	股份制商业银行	城商行
短期优势	中行	民生、华夏、兴业	宁波、南京
中期优势	农行	华夏、浦发、民生	南京
长期优势	中行	民生、兴业、招商	南京
推荐组合	中行	民生、兴业、华夏	宁波

资料来源：Wind，民生证券研究所

2011 年银行业净利润增速将保持在 20%左右，伴随着地方政府融资平台的状况逐渐明朗和不确定性的减少，商业银行的估值水平必将逐渐提升。

从中短期业绩的影响因素来看，各行受加息、拨贷比政策落实和地方政府融资平台贷款的情况影响不同，未来政策的走向将直接影响到不同银行中短期业绩的表现。

从二次升级带来的核心竞争力差异来看，综合化经营推进较快、专业化服务具有优势的银行将具有估值优势和业绩快速增长空间。

表 11：重点推荐公司盈利预测

	EPS（元）				净利润增长率（%）			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
中国银行	0.32	0.38	0.44	0.5	27	27	16	14
民生银行	0.54	0.57	0.7	0.86	54	32	23	17
华夏银行	0.75	1.12	1.45	1.65	22	49	29	14
兴业银行	2.66	2.85	3.56	4.4	17	29	24	24
南京银行	0.84	0.81	1.07	1.26	6	42	32	18

资料来源：Wind，民生证券研究所

从具体的投资品种来看，大型银行中我们看好中国银行、股份制商业银行中我们看好民生、兴业和华夏，城商行中我们看好南京银行。

插图目录

图 1: 上市银行二次转型内涵及其推动力量	3
图 2: 现有发展模式无法维持商业银行的可持续发展	4
图 3: 贷款快速扩张, 资本充足水平较快下降	4
图 4: 2009 年以来信贷资产超水平扩张	4
图 5: 15 家上市银行通过股权融资缓解核心资本充足率瓶颈	5
图 6: 1% 贷款增速平均侵蚀资本金 3bps	6
图 7: 1% 贷款增速平均侵蚀资本金 1.6bps	6
图 8: 新增信贷投放演进	8
图 9: 预计伴随利率调整, NIM 将逐步扩大	9
图 10: CPI 与活期存款占比同向变动	9
图 11: 我国上市银行中间业务收入平均占比	15
图 12: 2010 年三季度我国上市银行中间业务收入占比	15
图 13: 各行净息差变动情况 (NIM)	16
图 14: 二次升级和中短期风险的选股结果	17

表格目录

表 1: 天量信贷后, 融资进行时	5
表 2: 资本充足率敏感性分析 1 (两年后核心资本充足率)	6
表 3: 资本充足率敏感性分析 2 (三年后核心资本充足率)	7
表 4: 商业银行受新拨备政策影响程度差异较大	10
表 5: 新拨备政策对贷款收入影响的敏感性分析	11
表 6: 商业银行拨贷比差异较大 (%)	11
表 7: 商业银行 2011-12 年平均利润影响测算	12
表 8: 各行地方政府融资平台概况	13
表 9: 地方政府融资平台风信贷成本测算	14
表 10: 重点推荐投资品种	17
表 11: 重点推荐公司盈利预测	17

分析师简介

李锋，民生证券研究所所长，金融学硕士，具有13年的证券投资咨询经验，2010年加盟民生证券研究所。

李少君，银行业分析师，中国人民大学金融学学士、硕士和博士。2010年加入民生证券研究所，曾供职于中国工商银行总行研究所，从事宏观与银行行业分析两年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长宏观经济分析、金融建模、资产定价理论与投资组合理论。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	13401098997	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。