

# 政策逐步落实，转型尚在初期

银行业 12 月月报

## 报告关键点:

- 融资平台贷款操作明确，资本消耗增加但融资压力不大
- 银行和监管之间的信贷博弈加大
- 转型尚在初期，估值中枢抬升幅度有限
- 短期估值接近历史极值，估值修复取决于通货膨胀压力的缓解

## 报告摘要:

- **融资平台贷款操作明确，资本消耗增加但融资压力不大:**
- 据媒体报道，银监会出台《关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》。7月份四部委要求银行根据现金流覆盖比例将平台贷款分为四类，此次指导意见对平台贷款的五级分类、拨备要求和贷款风险权重进行了明确。五级分类较一般贷款更为严格，拨备要求与一般贷款无大的区别。新的指导意见最值得关注的是贷款风险权重，要求针对现金流全覆盖类贷款风险权重100%，基本覆盖类140%，半覆盖类250%，无覆盖类300%。粗略估算，行业资本充足率可能因此下降接近1个百分点，上市银行的情况好一些，融资压力不大。由于各家银行四方对账并未完成，对单个银行的影响目前并不能下定论。
- **银监会规范信贷资产转让，信贷控制表内表外兼顾:**
- 在8月份的银信合作新规实施之后，银监会此次对信贷资产转让的规范是进一步控制银行将贷款移出表外。9月份以来信贷屡超预期，银行信贷投放和政府控制信贷之间的博弈日益加大。在控制通货膨胀和保持经济增长方面货币政策面临两难，央行信贷控制目标短期化和不确定性在2011年将是压制银行股估值修复的一个主要因素。
- 据媒体报道，央行正拟建立新的信贷管理体制，可能不再设定信贷目标，而是根据各家银行的资本充足率、流动性比率、动态拨备率、存贷比指标来指导信贷投放。这意味着政策工具对信贷的调整可能更加频繁，资本、拨备充足、存款优势明显的银行相对处于有利地位，如农行、南京。
- **利率市场化在十二五期间将有所进展，银行业转型亟待加速:**
- 央行行长周小川提出，十二五期间利率市场化将会取得“明显进展”。结合今年下半年开始市场对存款利率上浮放开的猜测，我们认为，虽然利率市场化的最终完成需要更长的时间，但十二五期间取得进展是大概率事件，银行息差将受到一定程度的负面冲击。监管层考虑到利率市场化过程可能存在的银行体系脆弱性问题，将逐步加强监管，为利率市场化营造相对稳定的环境。因此，不论是利率市场化本身，还是为之铺路的监管政策，都将对银行估值形成制约。
- 银行在目标客户、收益结构方面的调整力度大小将是增速差异化的主要影响因素，在这方面招行、民生和部分城商行相对来说更具优势。
- **投资建议:**
- 融资平台四方对账完成之后，银行不良率可能会在目前1.2%的基础上有所上升。但拨备新政和不良小幅上升对信用成本的影响方向一致，不会形成叠加影响，我们暂维持对行业2011年盈利增长17%的判断。2011年拨备、资本充足率等监管政策将依次兑现，股价面临的政策风险会逐步散去，目前的估值水平有修复空间。但信贷政策的不确定性以及利率市场化的可能推进将对估值构成压制，2011年板块估值大幅抬升的可能性较小，短期投资机会的出现取决于通货膨胀压力的缓解。

银行

同步大市-A

上次评级

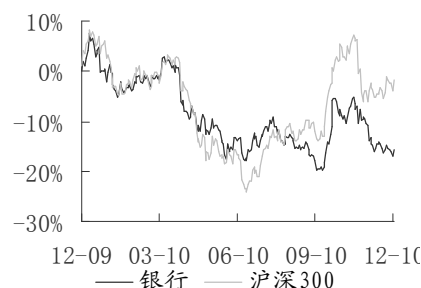
同步大市-A

报告日期

2010-12-23

| 首选股票        | 目标价   | 评级   |
|-------------|-------|------|
| 601288 农业银行 | 3.08  | 增持-B |
| 601009 南京银行 | 15.05 | 增持-B |
| 600015 华夏银行 | 14.6  | 增持-B |
| 600036 招商银行 | 17.23 | 买入-A |
| 600016 民生银行 | 7.2   | 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

银行业数据双周报(2010年12月20日)

2010-12-20

银行行业：等待阴霾散去

2010-12-16

银行：信贷失控，央行再提准备金率

2010-12-13

## 1. 融资平台问题逐步明确

据媒体报道，银监会近期出台《关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》，对平台贷款的五级分类、拨备要求和贷款风险权重进行了明确：

- 1、五级分类明确：项目本身可收回现金流现值大于贷款账面价值的，即使环境发生不利变化仍能全部按期偿还的归为正常类；符合正常类特征，但是在环境发生不利变化时可能无法全额偿还的，归为关注类；项目本身现金流不足、需依靠担保和抵押品作为还款来源的，如果自身现金流和抵押品价值合计不足贷款本息120%的，归为次级类，不足80%的归为可疑类；主要依靠财政资金偿还的一旦发生本息逾期，应将该借款人所有同类贷款至少归为次级类；对逾期六个月以上仍不能支付本息的，应将该借款人所有同类贷款至少归为可疑类，借款人无力还款而进行债务重组的，应至少归为次级类，重组后6个月内不能调高分类档次，重组后财务状况继续恶化的应至少归为可疑类；对违反贷款集中度要求的平台贷款，应至少归为次级类。
- 2、拨备计提与一般贷款相同：融资平台贷款的拨备覆盖率不得低于一般贷款拨备水平。融资平台贷款风险较大、短期内难以提足拨备的，可按照贷款损失准备缺口分2-3年补足。
- 3、风险权重细化，资本消耗增加，资本充足率因此下降接近1个百分点：按照四方对账的分类标准，全覆盖类风险权重为100%、基本覆盖类风险权重为140%、半覆盖类风险权重为250%、无覆盖类风险权重为300%。

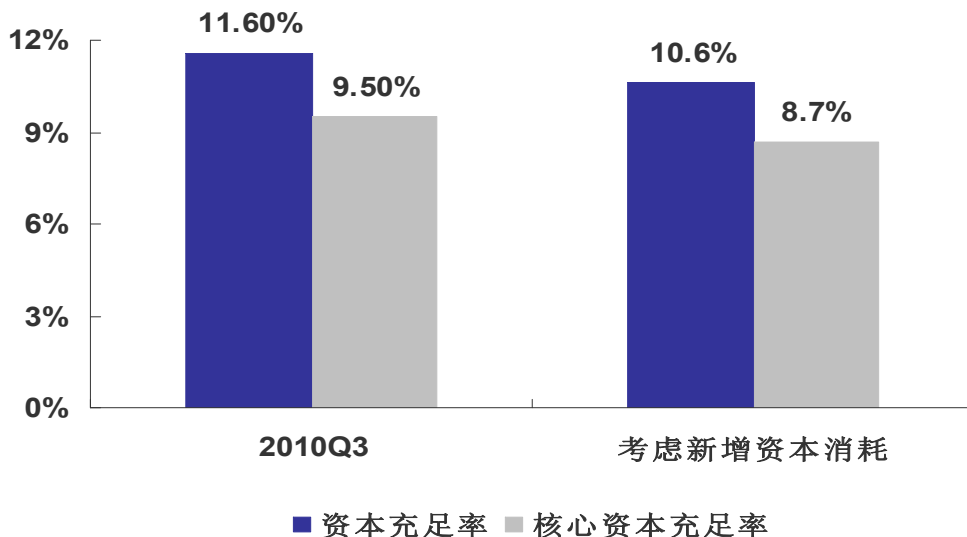
目前银监会尚未公布最新的融资平台贷款四方对账清查的数据，根据媒体报道，上半年融资平台贷款余额7.66万亿元，其中全覆盖类占比27%，问题贷款接近2万亿元。近似测算，对资本充足率的影响在1%左右。上市银行的情况相对要好一些。

**表 1 资本充足率计算假设条件**

| 单位：十亿元 | 占比   | 风险权重 | 余额    | 加权风险资产增加 |
|--------|------|------|-------|----------|
| 全覆盖    | 0.27 | 100% | 2,068 | 0        |
| 基本覆盖   | 0.48 | 140% | 3,677 | 1,471    |
| 半覆盖    | 0.14 | 250% | 1,072 | 1,609    |
| 无覆盖    | 0.11 | 300% | 843   | 1,685    |
| 融资平台贷款 |      |      | 7,660 | 4,765    |

数据来源：银监会，安信证券研究中心

图 1 商业银行资本充足率对比



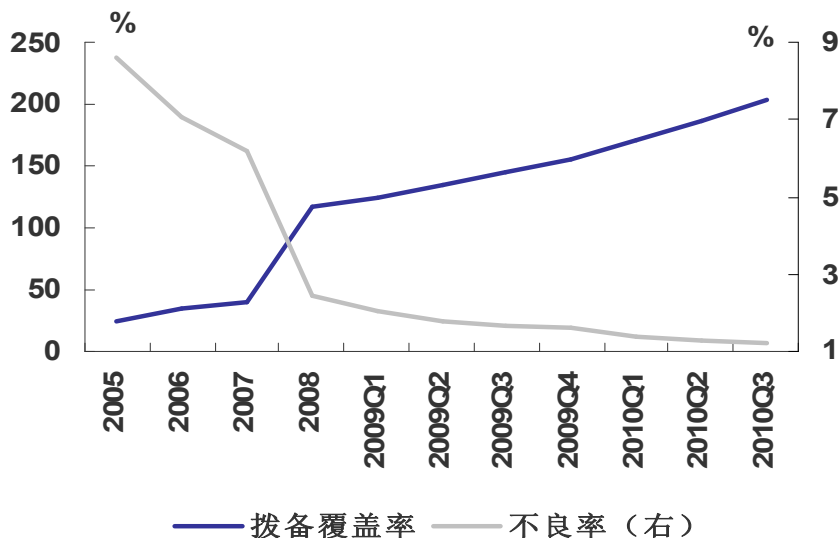
数据来源：银监会，安信证券研究中心

注：截止2010年3季度末，银行业资产规模为906,395.6亿元，资本充足率为11.6%。假设加权风险资产占总资产比重为55%。

由于银监会尚未公布四方对账的最终结果，对各家上市银行的具体影响程度并不能下定论，需要继续关注动态数据。但由于本轮银行融资基本告一段落，中信、华夏也将于明年上半年完成融资，如果银监会不提高资本充足率要求，上市银行短期内并无融资压力。

新的规定对五级分类更加严格，预计在清查完成之后，商业银行不良率将有所上升。银监会主席刘明康近期的讲话也暗中表示了这一点（刘明康：如果把融资平台、房地产、产业结构调整等因素加进来，估计银行业不良贷款率将上升至2%）。我们预计2011年拨备率新规将可能实施，考虑了拨备率新规实施之后信用成本的增加，不良率即使小幅上升拨备覆盖率仍能够满足150%的标准，因此融资平台可能带来的不良增加和拨备新规带来信用成本的增加方向一致，不会产生叠加的负面影响。

图 2 商业银行拨备覆盖率和不良率



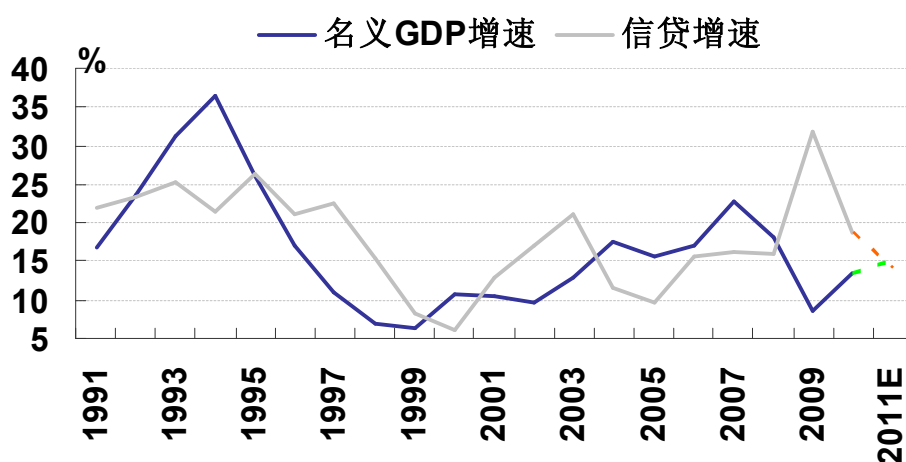
数据来源：银监会，安信证券研究中心

## 2. 信贷控制对股价形成扰动

2010 年信贷投放的控制目标是 7.5 万亿元，而在 9 月份开始，信贷投放连续超出监管层的控制，前 11 月信贷投放已接近 7.5 万亿元目标。9 月份以来信贷投放持续超预期，我们认为银行信贷投放和政府控制信贷之间的博弈日益加大。政策不仅对表内贷款控制严格，表外方面，银监会在 8 月份的银信合作新规实施之后，于 12 月 21 日再次出台规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知，此次对信贷资产转让的规范是进一步控制银行将贷款移出表外。

我们注意到，中央经济工作会议并未明确指出明年的信贷目标。2011 年，在控制通货膨胀和保持经济增长方面，货币政策面临两难，央行对信贷的调控政策变动可能非常大，虽然总体上来看，信贷增速维持在 14-16% 左右，对盈利的影响中性，但股票价格因调控政策受到的扰动将会非常大。

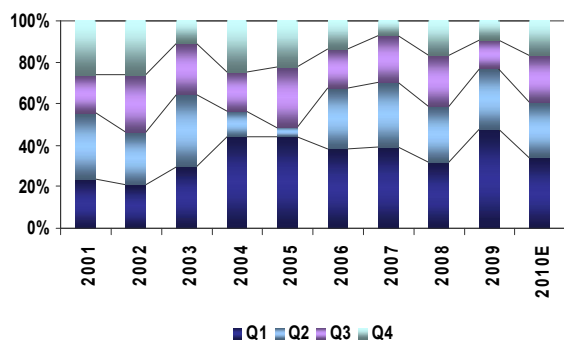
图 3 信贷增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

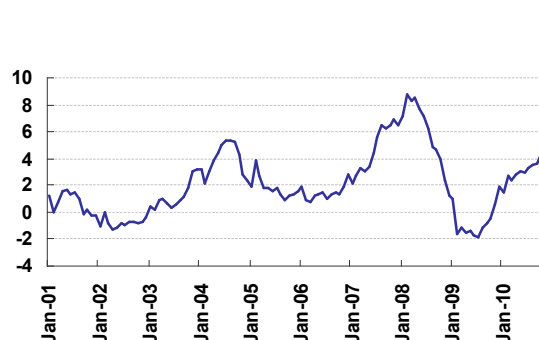
政策扰动的根源在于通货膨胀的不确定性，估值修复的机会也将来源于通货膨胀压力的减轻。

图 4 季度信贷投放



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 5 通货膨胀



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

据媒体报道，央行正拟建立新的信贷管理体制，可能不再设定信贷目标，而是根据各家银行的资本充足率、流动性比率、动态拨备率、存贷比指标来指导信贷投放。对单

个银行来说,假如央行建立新的信贷管理体制,意味着资本充足率等指标与信贷挂钩,这在贷存比指标之外,又新增加了信贷控制因素,资本、拨备、存款充足性银行优势更加突出。

### 3. 利率市场化推进对估值的压制

利率市场化是一个缓慢的过程。美国利率市场化用了 14 年时间,日本的利率市场化前后也经历了 17 年时间。从国际上的经验来看,实施利率市场化的国家在改革过程中都不同程度的出现了银行危机,虽然利率市场化和银行危机之间并没有必然的因果关系,但是两者之间有一定相关性,主要是因为银行、企业在利率市场化过程中的道德风险(激烈的竞争使得银行高息揽储、提高风险容忍度,企业在利率提高环境下选择项目时也提高了风险容忍度)。

对中国来说,逐步缓慢推进利率市场化也是必然的选择。2004 年贷款利率上限放开,存款利率下限放开,利率市场化取得阶段性进展。之后的 6 年时间内,虽然央行在货币政策执行报告中每次均提到稳步推进利率市场化,但操作上基本没有进展。

**表 2 利率市场化进程**

| 时间   | 事件                          |
|------|-----------------------------|
| 1996 | 放开同业拆借市场利率                  |
| 1999 | 国债发行市场化                     |
| 2000 | 大额外币存款利率放开                  |
| 2003 | 小额外币存款利率放开                  |
| 2004 | 贷款利率上限放开,下限管理;存款利率下限放开,上限管理 |

数据来源:中国人民银行,安信证券研究中心

央行行长周小川12月17日提出,十二五期间利率市场化将会取得“明显进展”。他就《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》中提出的“稳步推进利率市场化改革”作了全面阐述,并指出,下一步要根据“十二五”规划的要求,有规划、有步骤、坚定不移地推动利率市场化。实施上,选择具有硬约束的金融机构,让他们在竞争性市场中产生定价,在一定程度上把财务软约束机构排除在外。

结合今年下半年开始市场对存款利率上浮放开的猜测,我们认为,虽然利率市场化的最终完成需要更长的时间,但十二五期间取得进展是大概率事件。不管是先取消贷款利率下限还是放开存款利率上限,银行息差均将受到一定程度的负面冲击。监管层考虑到利率市场化过程可能存在的银行体系脆弱性问题,将逐步加强监管,为利率市场化营造相对稳定的环境。因此,不论是利率市场化本身,还是为之铺路的监管政策,都将对银行估值形成制约。

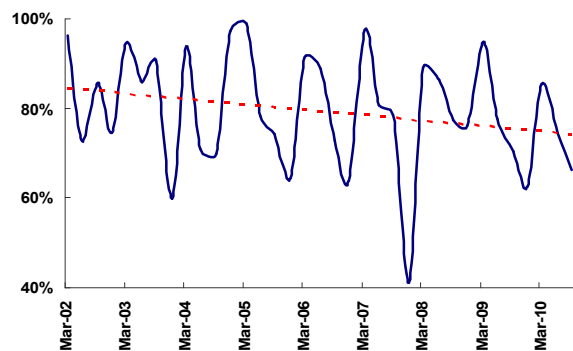
不考虑利率市场化在2011年可能取得的进展,我们预计行业2011年的利润增速在17%左右。银行在目标客户、收益结构方面的调整力度大小将是未来增速差异化的主要影响因素,在这方面招行、民生和部分城商行相对来说更具优势。

### 4. 金融脱媒日渐明显,银行转型尚在初期

金融脱媒虽说是一个长期的命题,但从近些年来股票市场融资的快速发展来看,脱媒正在慢慢的体现出来。债券市场、股票市场融资对银行信贷的替代已有端倪。银行在这种威胁下,即便是不考虑为利率市场化、经济结构转型做准备,也需要重视中小企业业务和中间业务。在这样的背景下,招行零售业务特色、民生商贷通业务迅速发展,定位为区域性银行的城商行相对来说处于更为有利的地位。城商行在小企业贷款方面

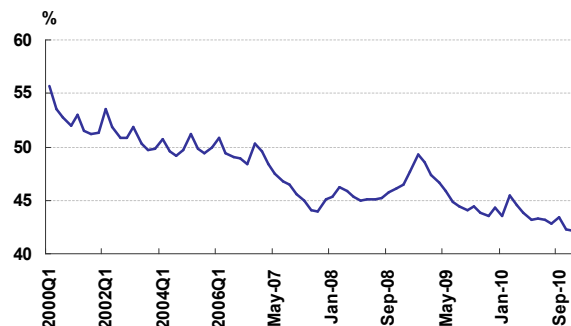
具有天然的优势（较强的地域优势，与所在地区文化等方面具有天然的契合性，更加熟悉所在地区小企业客户的资信和经营情况，为小企业客户提供全方位个性化的服务。另外，由于城商行本身就是小企业，更能理解小企业主的需求）。

图 6 间接融资占比



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 7 储蓄存款占比

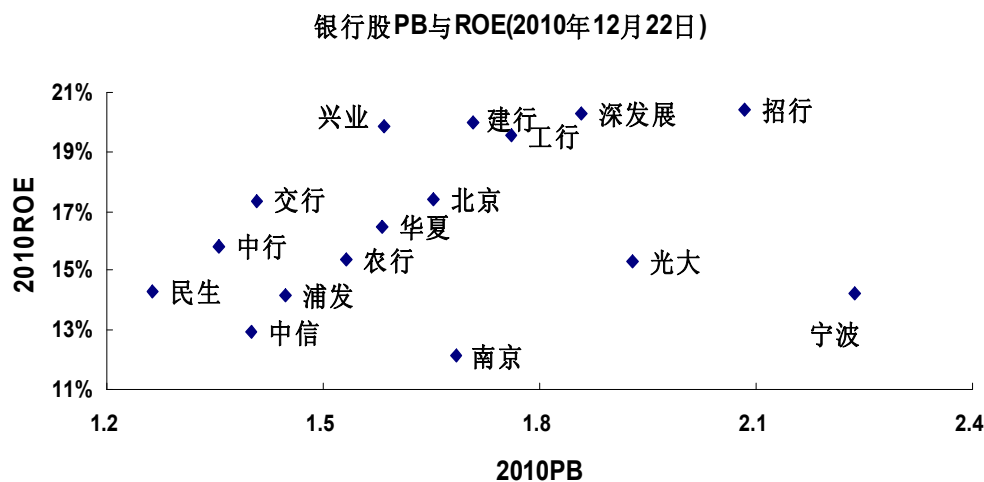


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

## 5. 投资建议

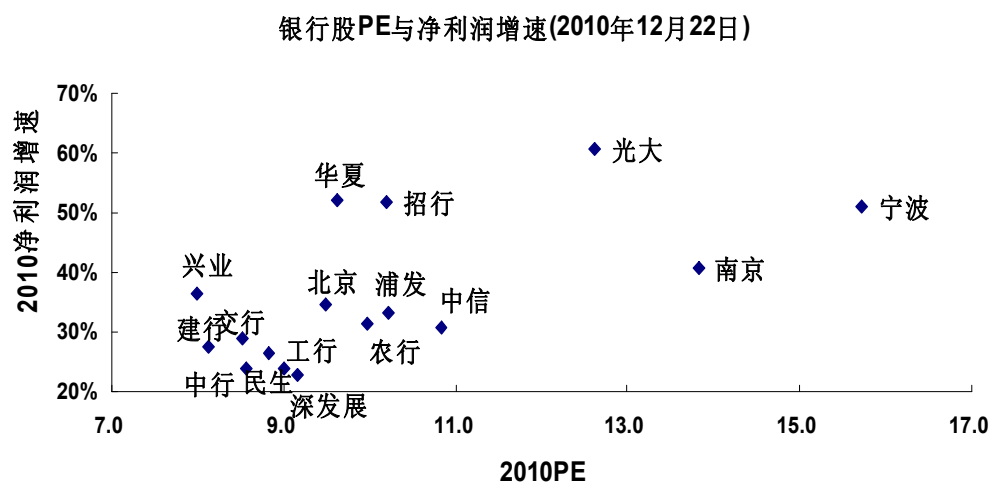
银监会新出台的融资平台问题指导意见在操作上更为明确和细化，但具体实施过程中仍面临各方的博弈，预计结果将好于预期（市场对地方政府融资平台问题的极度悲观贯穿在 2010 年的股价表现中）。2011 年拨备、资本充足率等监管政策将依次兑现，股价面临的政策风险会逐步散去，估值存在修复机会，短期投资机会的出现取决于通货膨胀压力的缓解。而利率市场化的可能推进、盈利模式转型尚在初期阶段将对估值构成压制，2011 年板块估值大幅抬升的可能性较小。相对来说我们更看好农行、南京、招行和民生（招行、民生短期内面临资本充足率要求的不确定性，但长期转型走在前列，值得关注）。

图 8 银行股 PB 与 ROE



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 9 银行股 PE 与利润增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

## 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                   | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 潘冬亮           | 北京联系人                   | 李昕            | 北京联系人                   |
| 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    | 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    |
| 马正南           | 北京联系人                   | 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