

银行 II

找不到悲观的理由，故继续积极

评级: **增持**

前次: **增持**

分析师

分析师

程娇翼

谢刚

S0740510120019

S0740510120005

021-20315179

金融小组

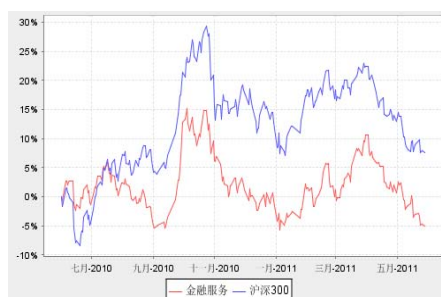
chengjy@qlzq.com.cn

2011 年 6 月 14 日

基本状况

上市公司数	16
行业总市值(百万元)	5340863.53
行业流通市值(百万元)	3014894.63

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
招商银行	股价(元)	12.81	12.90	12.90
	摊薄每股收益(元)	1.19	1.53	1.74
	总股本(亿股)	216	216	216
	总市值(亿元)	2764	2783	2783
民生银行	股价(元)	10.9	11.11	11.11
	摊薄每股收益(元)	1.20	1.18	1.50
	总股本(亿股)	50	69	69
	总市值(亿元)	544	761	761
华夏银行	股价(元)	5.02	5.81	5.81
	摊薄每股收益(元)	0.66	0.79	0.93
	总股本(亿股)	267	284	284
	总市值(亿元)	1341	1648	1648

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- **写在前面的话:** 上期月报以来银行股下跌 4.16%，但仍跑赢大盘约 2.4 个百分点。期间对政府融资平台贷款的担忧再起和资本充足率计算细则的征求意见导致对银行的持股信心下降，但我们希望看完本文对此的探讨，投资者对银行股基本面的悲观情绪（如有）能有所化解。继续希望您关注我们的月报，我们将努力做到最好！
- **最新投资观点:**
 - 齐鲁宏观策略组预计货币政策将从全面紧缩转向非全面紧缩，包括暂停加息，降低提升法定准备金率的频率、更多通过公开市场操作回收流动性，但预计新增信贷投放仍保持目前的节奏，经济中“钱荒”的状况有可能获得一定程度的缓解，M1增速也有可能转跌为升。
 - 齐鲁金融组认为政府融资平台风险及资本充足率计算细则可能引致的负面影响并没有投资者想的那么大（详见后面论述），因此而对银行股悲观的态度并不可取。依旧维持上市银行业全年增长22%及中期业绩高达30%的增长的判断。我们认为谨慎的业绩预测对应的低估值才具备防御价值，而银行板块不仅估值在板块中偏低，而且业绩的确定性偏高，这就决定了其在板块配置中的重要地位；倘若观察2012年的业绩增长和估值，我们似乎更找不到对银行股悲观的理由。投资组合继续推荐“招行、民生、华夏、农行、浦发、宁波”。
- **热点问题聚焦:**
 - **新监管标准之资本充足率计算细则浮出水面。**（1）我们预计权重法下的部分资产的权重设置等最终的版本可能将会好于目前市场普遍流传的版本。（2）我们预计大行和招行均会采用内部评级法而不是权重法来计算风险资产，而中小银行虽因适用权重法而处于相对不利情形，但更长的过渡时间也将延缓融资周期。（3）我们不象市场其他投资者那么担心银行股的再融资问题，并坚持认为银行经营模

式的转变才能从根本上解决问题，一方面风险权重的变动将引导银行主动的结构调整，另一方面整个经济发展对银行信贷需求的下降，以及商业银行探索资本节约的发展方式都有利于延缓下一次融资周期的到来。

- **政府融资平台：从银监会和上市银行的数据看风险。**首先我们对媒体报道的数字本身持怀疑态度，认为截至目前全行业存在偿还风险的平台贷款将小于2万亿。其次我们预计**2011Q1末上市银行的平台贷款已经下降至2.5万亿左右（占比约为7%）**，由于多数银行符合条件的商业贷款仍在逐步转换中，故我们估计这一数字在**2011年中期会继续下降**。即使按照2.5万亿来计算，风险能有多大呢？我们提供了一个模拟测算给大家一个直观的解答，即使是在不良率高达30%的情形下，对应的不良额也仅占到股东权益的17%，消化不良后的PB水平在1.65X，可见当前股价反映了多么悲观的预期。但是回头想一想，出现30%的不良率的概率有多大呢？尤其是中国经济仍处于快速发展的通道中，中央和地方的财政实力也在不断增强的过程中。
- **本期矫翼“胡思乱想”的是“小微业务发展瓶颈：银行如何破解高成本和高风险难题？”**我们预计从节约资本的角度出发有不少银行将会选择小微领域作为未来新的业务增长点，那么面对小微贷款的高成本和高风险，银行能否摸索出适合自己的发展模式将成为未来一段时间内我们观察银行转型的重要内容之一。我们在正文中提供了我们认为银行正在或者未来有可能采取的降低小微金融高成本和高风险的手段，并认为对于同质化竞争明显的中国银行业来说，短期内各家银行在小企业业务方面在市场切入点、客户选择方法、金融产品推送方面实质的差异程度可能并不高，真正的差异化更多的是体现在转型的理念、对市场的敏锐度、对客户需求的认知、具体的执行力等方面，而不同的风险偏好和对不良的容忍度则决定了银行开拓业务的风格。
- **货币环境分析：**
 - 5月新增信贷量回落至5516亿元，显示央行为应对通胀，对信贷投放节奏在5月进行了微调，下半年有望“相对宽松”。前5月合计新增人民币贷款约3.55万亿，占到计划增量的47%。我们预计下半年的信贷增量将维持在5500亿左右（和去年下半年月均值差不多），我们需要强调的是Q3货币政策可能尚不具备放松的可能，但下半年的“相对宽松”仍是可期的，原因是相对于上半年的明显紧缩，下半年对实体经济来说，紧缩感受度将小于上半年。
 - 基于齐鲁宏观组认为经济下降的过程可能正在接近尾声，所以M1和M2的增速差有望和M1增速未来可能会同时出现上升。我们看到目前**2011年下半年到期资金量骤减**，后续央行通过公开市场回收流动性的空间较大，我们因此认为存款准备金率的调整次数和频率未来可能会有所下降。

内容目录

最新投资观点	- 4 -
齐鲁宏观策略观点	- 4 -
银行投资观点	- 4 -
热点问题聚焦	- 6 -
新监管标准之资本充足率细则浮出水面	- 6 -
银监会再出十项小企业金融支持措施：民生、宁波、南京最受益	- 8 -
政府融资平台：从银监会和上市银行的数据看风险	- 8 -
矫翼“胡思乱想”	- 10 -
小微业务发展瓶颈：银行如何破解高成本和高风险难题？	- 10 -

货币环境分析	- 12 -
5月信贷控制力度较大，下半年有望“相对宽松”	- 12 -
居民存款仍增加较少，M1增速继续回落	- 13 -
银行间市场流动性较前期略紧，利率上升	- 14 -

图表目录

图表 1: 上市银行盈利预测及估值比较	- 5 -
图表 2: 2010-2011 年上市银行再融资额显著低于预期	- 6 -
图表 3: 新的资本充足率管理办法和过去版本比较	- 7 -
图表 4: 权重法下部分权重的新旧对比及影响（参考媒体报道版）	- 8 -
图表 5: 上市银行的政府融资平台贷款情况	- 9 -
图表 6: 上市银行平台贷款不良率与 PB 水平的敏感性分析	- 10 -
图表 7: 关于政府融资平台问题可查阅的相关报告	- 10 -
图表 8: 历年前 5 月新增信贷占全年比重	- 13 -
图表 9: 当月新增信贷	- 13 -
图表 10: 当月新增信贷结构	- 13 -
图表 11: 居民户贷款情况	- 13 -
图表 12: 票据贴现利率	- 13 -
图表 13: 外汇贷款情况	- 13 -
图表 14: 各类存款增速	- 14 -
图表 15: 金融机构贷存比	- 14 -
图表 16: M1/M2 显示定期化趋势平稳	- 14 -
图表 17: M1 和 M2 增速均小幅回落	- 14 -
图表 18: 银行间同业拆借和回购利率	- 15 -
图表 19: 银行间市场 1 天和 7 天拆借利率走势	- 15 -
图表 20: SHIBOR-3M 和 1Y 利率走势	- 15 -
图表 21: 近期公开市场操作	- 15 -
图表 22: 2011 年下半年公开市场到期量骤减	- 15 -

最新投资观点

齐鲁宏观策略观点

- 齐鲁宏观组认为美国再次推出量化宽松的可能性非常低，出口弱势复苏的趋势仍将延续；产出加速下降使得紧缩周期即将进入收官阶段，贸易顺差总额可能在未来几个月仍然保持目前偏低的水平。
- 齐鲁宏观组预计，货币政策将从全面紧缩转向非全面紧缩，包括暂停加息，降低提升法定准备金率的频率、更多通过公开市场操作回收流动性，但预计新增信贷投放仍保持目前的节奏，经济中“钱荒”的状况有可能获得一定程度的缓解，M1增速也有可能转跌为升。
- 齐鲁策略组最新观点：中国的经济驱动力正在悄然发生转变，体现在重化工业的投资持续回落，而消费需求上升趋势稳定、集中度提高，并带动相关行业盈利能力和引致性投资平台式上移。我们判断3Q2009以来资金成本对估值持续近两年的挤压很可能正接近尾声，预期A股PE的底部将出现在6-7月。继续建议配置银行（逻辑在于追寻利润在产业链上的分配）。
 - 经济层面，我们目前并不担心需求会出现剧烈的萎缩，也不太担心产能和库存的杀伤力，而是关注要素约束对企业盈利能力的挤压。
 - 我们预期地产投资的回落会相对缓和，加上自2006年以来，地产投资与周期行业投资的相关性已大幅下降，我们对本轮经济调整总体持积极态度。
 - 维持对市场谨慎但不悲观的看法。维持对银行、地产、煤炭、水泥和中端消费品(饮料、服装、家纺、医药)的推荐，并择优布局小市值股。

银行投资观点

- 虽然当前市场信心不足导致对政府融资平台风险及资本充足率计算细则可能引致的负面影响有所放大，但我们认为这两方面因素实际已经持续压制银行股估值超过一年，事件本身的影响并没有投资者想的那么大（详见后面论述）。而且单就从资本充足率这一角度出发，2009-2010年的监管标准提高导致的集中融资已经是一个博弈的结果（即上市银行实际融资额和融资方式都是远低于预期，最终由A股市场直接承担的融资额低于500亿），所以我们认为本次在计算细则方面最后仍会出现博弈和妥协的局面，我们认为因此而对银行股悲观的态度不可取。
- 我们目前对银行Q2的盈利预测维持在报告《对银行的认知亦需要因时而变》中的判断，即银行整体业绩仍有高达30%的增长，由于我们的业绩预测仍是建立在对中间业务较为谨慎的预测基础上的。但Q2的实际情况可能仍会好于我们预期，主要是：（1）Q2流动性较之前预期偏紧，导致银行的贷款溢价能力维持高位；（2）商业银行尤其是股份制银行Q2的理财产品发行力度有增无减，中间业务的高增长态势或将延续。
- 我们依旧维持上市银行业全年增长22%的业绩预测，我们认为谨慎的业

绩预测对应的低估值才具备防御价值，而银行板块不仅估值在板块中偏低，而且业绩的确定性偏高，这就决定了其在板块配置中的重要地位。

- 当前上市银行二级市场的估值水平仅为1.3XPB 和8.2XPE（对应2011年业绩），向上的机会远大于向下的风险。
- 倘若市场在中报后逐步转向对2012年业绩和估值的关注，当前上市银行股价对应的2012年的PE和PB分别为1.1X和6.9X，我们似乎更找不到悲观的理由，而且这一估值所显示的银行中长期投资价值是显而易见的。

■ 投资组合继续推荐“招行、民生、华夏、农行、浦发、宁波”。

图表 1：上市银行盈利预测及估值比较

股票代码	股票简称	投资评级	前收盘价	A股总股本 (百万)	A股总市值 (百万)	每股收益EPS			每股净资产BVPS		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	增持	4.45	262,225	1,553,136	0.47	0.57	0.66	2.35	2.91	3.57
601939.SH	建设银行	增持	4.91	9,594	1,227,554	0.54	0.64	0.76	2.79	3.44	4.20
601988.SH	中国银行	持有	3.14	195,525	876,523	0.37	0.44	0.47	2.31	2.80	3.27
601288.SH	农业银行	买入	2.73	294,055	886,688	0.29	0.38	0.45	1.67	2.05	2.50
601328.SH	交通银行	增持	5.60	29,736	315,054	0.69	0.84	1.02	3.96	4.83	5.85
600036.SH	招商银行	买入	12.90	17,666	278,338	1.19	1.53	1.74	6.21	7.47	9.21
601166.SH	兴业银行	买入	13.44	5,992	80,532	3.09	2.03	2.37	15.35	10.31	12.68
600000.SH	浦发银行	买入	9.92	18,653	185,042	1.34	1.33	1.53	8.57	8.03	9.56
000001.SZ	深发展A	增持	16.51	3,485	57,538	1.80	2.37	2.81	9.62	11.98	14.79
600015.SH	华夏银行	买入	11.11	6,850	76,100	1.20	1.18	1.50	7.11	9.17	10.67
600016.SH	民生银行	买入	5.81	22,588	155,213	0.66	0.79	0.93	3.90	4.70	5.63
601998.SH	中信银行	持有	4.95	26,632	193,215	0.55	0.55	0.62	3.08	3.64	4.26
601818.SH	光大银行	暂无评级	3.46	40,435	139,904	0.32	0.31	0.37	2.01	2.60	2.97
601169.SH	北京银行	增持	10.05	6,228	62,587	1.09	1.17	1.40	6.83	8.58	9.98
002142.SZ	宁波银行	买入	10.98	2,884	31,664	0.81	1.03	1.22	5.51	6.33	7.55
601009.SH	南京银行	增持	9.16	2,969	27,195	0.78	1.02	1.20	6.34	7.36	8.56

股票代码	股票简称	2010 ROAA	2010 ROAE	核心资本充足率 (最新披露)	资本充足率 (最新披露)	市盈率PE			市净率PB		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	1.31%	22.10%	9.66	11.77	9.40	7.87	6.78	1.89	1.53	1.25
601939.SH	建设银行	1.32%	21.54%	10.33	12.45	9.10	7.62	6.45	1.76	1.43	1.17
601988.SH	中国银行	1.09%	18.02%	9.96	12.38	8.39	7.11	6.62	1.36	1.12	0.96
601288.SH	农业银行	0.99%	21.44%	9.61	11.40	9.35	7.23	6.01	1.64	1.33	1.09
601328.SH	交通银行	1.08%	20.20%	9.24	12.05	8.07	6.63	5.48	1.41	1.16	0.96
600036.SH	招商银行	1.15%	22.73%	7.66	11.91	10.80	8.46	7.43	2.08	1.73	1.40
601166.SH	兴业银行	1.16%	24.43%	8.42	10.71	4.35	6.61	5.66	0.88	1.30	1.06
600000.SH	浦发银行	1.01%	20.09%	9.09	11.68	7.42	7.47	6.46	1.16	1.24	1.04
000001.SZ	深发展A	0.96%	23.28%	7.14	10.13	9.16	6.98	5.87	1.72	1.38	1.12
600015.SH	华夏银行	0.64%	18.22%	6.65	10.58	9.26	9.41	7.41	1.56	1.21	1.04
600016.SH	民生银行	1.08%	18.30%	8.07	10.44	8.83	7.36	6.24	1.49	1.24	1.03
601998.SH	中信银行	1.12%	19.29%	8.21	11.05	8.98	8.40	7.48	1.61	1.26	1.08
601818.SH	光大银行	0.95%	19.76%	8.00	10.73	10.94	11.08	9.44	1.72	1.33	1.16
601169.SH	北京银行	1.07%	16.99%	10.51	12.62	9.20	8.60	7.17	1.47	1.17	1.01
002142.SZ	宁波银行	1.09%	18.13%	11.93	15.22	13.64	10.70	8.99	1.99	1.73	1.45
601009.SH	南京银行	1.25%	14.97%	12.44	13.26	11.77	8.98	7.64	1.44	1.24	1.07
上市银行平均		1.08%	19.97%			9.29	8.16	6.95	1.57	1.34	1.12
大型国有银行平均		1.16%	20.66%			8.86	7.29	6.27	1.61	1.31	1.08
中型股份制银行平均		1.02%	20.91%			8.72	8.22	7.00	1.53	1.34	1.12
城市商业银行平均		1.14%	16.69%			11.53	9.43	7.93	1.64	1.38	1.18

备注：中信银行估值已经考虑配股除权因素，北京已考虑定向增发，民生已考虑可转债+H股融资，光大考虑H股IPO。

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：2010-2011 年上市银行再融资额显著低于预期

	股权融资方式	融资额 (亿)	其中：可转债	其中：定向增发	其中：配股融资 (大股东)	A股一般股 东承担融资 额 (亿)	H股一般股 东承担融资 额 (亿)
招行	220亿配股 (已完成)	220			75	140	5
兴业	180亿配股 (已完成)	180			60	120	
浦发	400亿定向增发 (已完成)	400		400			
深发	69亿定向增发 (已完成)	69		69			
华夏	208亿定向增发 (2011年完成)	208		208			
民生	95亿H股+200亿A股可转债	295	200				95
中信	260亿配股 (2011年完成)	260			161	17	83
北京	118亿定向增发	118		118			
宁波	46亿定向增发 (已完成)	46		46			
南京	50亿配股 (已完成)	50			19	31	
交行	420亿配股 (已完成)	420			111	111	198
工行	250亿可转债+450亿A+H配股 (已完成)	700	250		318	20	112
建行	750亿配股 (已完成)	750			428	29	293
中行	400亿可转债 (已完成)+600亿A+H配股	1000	400		405	15	180
	2010年合计	3835	650	515	1417	466	787
	2011年合计	881	200	326	161	17	178

备注：大股东是指持股5%以上的股东，大行大股东仅算汇金和财政部；2011年统计中暂未包括招行融资

来源：齐鲁证券研究所

热点问题聚焦

新监管标准之资本充足率细则浮出水面

- 自4月底正式下发《中国银行业实施新监管标准指导意见》后，近期银监会又向商业银行发出了《商业银行资本充足率管理办法》的征求意见稿，这是对2004年版资本充足率的管理办法根据新的监管标准进行了梳理和升级。虽然银监会申明该办法仍正在修订中，但我们认为大的方面应该是已经尘埃落定了（主要指图表3中部分），而至于权重法下的部分资产的权重设置等可能最终的版本将会好于目前市场普遍流传的版本。
- 我们在上期月报中已经对新资本监管标准对银行的影响做了阐述，结论是在不考虑更长过渡期的安排下，当前上市银行的一级资本水平可以支持2011-2013年的业务发展需要；就长期而言，整个经济发展对银行信贷需求的下降，逆周期超额资本强制商业银行的规模增速放缓以及商业银行探索资本节约的发展方式都有利于延缓下一次融资周期的到来。
- 所以我们不象市场其他投资者那么担心银行股的再融资问题，并坚持认为银行经营模式的转变才能从根本上解决问题。我们预计除招行（具体方案还未出台）外，深发展、兴业和交行在2012年底可能前可能有融资需求，其他估计还是要等到2013年或者更晚（参见上期月报）
 - 首先，尽管按照权重法计算的部分资产项权重的上调会导致上市银行的CCAR大约有1-1.5个百分点的下降。但我们预计大行和招行均会采用内部评级法而不是权重法来计算风险资产。根据我们过往对上市银行中了解的情况，内部评级法下资产的风险权重会有所下降，故内部评级法下计算的CCAR会高于权重法。
 - 其次，按照四大监管工具的总体框架，大型银行的资本达标时间为2013

年底，中小银行的资本达标时间为 2016 年底。虽然中小银行因适用权重法而处于相对不利情形，但更长的过渡时间也延缓了融资周期。

- 第三，风险权重的变动将引导银行主动的结构调整。动态的看，银监会对各类资产的风险权重的调整将引导银行未来的信贷结构调整方向，本质是有利于银行经营和经济结构转型的！如增加权重较低的零售信贷和小微信贷的投放力度；压缩基建、房地产开发等贷款的比例；倘若对长期贷款的风险权重有较大提升也将引导商业银行改善贷款的期限结构，降低存贷期限的错配风险。而对于同业资产风险权重的可能提升（也有可能最终版本好于预期），我们亦认为银行的压缩空间很大（2010-2011 年多家银行的对同业资产出现快速扩张和市场流动性紧张有关，部分银行只是通过同业赚取利差；而这类资产的流动性较好，期限较短，是较容易压缩的）。
- 第四，我们认为融资虽然是最快实现资本增加的方式，但这种方式下的 ROE 是所有路径中最低的；降低风险权重并提高风险回报才能在提升资本水平的同时提高 ROE 水平；而我们认为就当前我国商业银行的现状看，“降低资本消耗”和“发展轻资本商业模式”大有可为空间（我们在上期月报《行业对比凸显银行防御价值》“矫翼胡思乱想”中有过详细论述，请查阅参考）。

图表 3：新的资本充足率管理办法和过去版本比较

项目	过去	现在
资本的定义	核心资本和附属资本	一级资本和二级资本，其中一级资本包括核心一级资本和其他一级资本
预计分配的股利		预计分配但尚未实际分配的股利从核心一级资本中全额扣除
减值准备缺口		减值准备缺口（商业银行计提的减值准备不足部分）从核心一级资本中全额扣除。减值准备包括采用内部评级法和权重法两种信用风险暴露计算方法计提的减值准备，应提的减值准备标准以银监会的最新监管要求为准。
各级资本之间的比例	附属资本不得超过核心资本的 100%；计入附属资本的长期次级债务不得超过核心资本的 50%（09 年改为 25%）	商业银行的核心一级资本不得少于其总资本的 75%
覆盖的风险	信用风险和市场风险	信用风险+市场风险+操作风险
最低资本要求	资本充足率不得低于 8%，核心资本充足率不得低于 4%	核心一级资本充足率不得低于 5%，一级资本充足率不得低于 6%，总资本充足率不得低于 8%
重要性银行附加资本	无	附加资本应为核心一级资本，计提比例不得低于 1%
超额资本监管要求	无	包括资本留存超额资本和逆周期超额资本，留存超额资本比例不得低于 2.5%
反周期超额资本比例	无	反周期超额资本比例调整区间为 0-2.5%
杠杆率	无	不得低于 4%（分母为调整后的表内外资产）
信用风险覆盖范围	表内外各类资产	表内外各类资产
信用风险资本计量方法	权重法	应按本办法规定的权重法计量信用风险监管资本要求。已建立内部评级体系并获得银监会批准的商业银行，可以使用内部评级法计量信用风险监管资本要求，内部评级法未覆盖的资产应当采用权重法计量信用风险监管资本要求
市场风险资本计量方法	标准法	标准法、内部模型法
操作风险资本计量方法	无	基本指标法、标准法或替代标准法、高级计量法

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：权重法下部分权重的新旧对比及影响（参考媒体报道版）

项目	过去风险权重	现在风险权重	对采用权重法的银行的CAR的影响幅度估计
商业银行对我国其他商业银行债权	0%/20% (期限<4个月为0%)	20%/50% (期限<3个月为20%)	平均在60个BP左右（负面）
非按揭零售贷款（包括单户500万元（含）以下的小企业贷款）	100%	75%	平均在32个BP左右（正面）
房地产开发贷款	100%	120%-150%（可能是）	平均在13/32个BP左右（负面）
公用企业债权	50%-100%	100%-150%（可能是）	平均在20个BP左右（负面）
对5年期（不含5年）以上的长期贷款，商业银行应通过期限调整系数对风险加权资产进行调整，即在风险缓释后的风险暴露乘以相应的风险权重后，再乘以期限调整系数	100%	115%-300%（可能是）	平均在40个BP左右（负面）

备注：由于上市银行的各类资产数据披露口径并不一致，部分数据的精确值不可获得，故有可能我们的估计值和真实值差异较大

来源：齐鲁证券研究所

银监会再出十项小企业金融支持措施：民生、宁波、南京最受益

- 近日，银监会印发了《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，其中我们认为具有实质意义的两条措施为：（1）在巴塞尔新资本协议的基础上，允许其（或在满足一定前提下）将单户 500 万元（含）以下的小企业贷款视同零售贷款处理；（2）对小企业不良贷款比率实行差异化考核，适当提高小企业不良贷款比率容忍度。
- 如果按照新资本协议下，运用权重法的银行其零售贷款（非按揭）的风险权重将下降至 75%，而运用内部评级法的银行其零售贷款的风险权重有可能比 75%更低。所以这一措施有利于从资本的角度鼓励商业银行做小微企业贷款，如果考虑小微企业的风险权重的下降，小微企业贷款的资本回报率将明显提升。
- 虽然上市银行并未披露其满足条件的贷款规模，但我们根据各家银行的相关数据（如小企业数据）推断该政策对资本充足率正面影响最大的银行依次为：民生银行、宁波银行和南京银行。如民生银行其“商贷通”贷款均符合单户 500 万以下条件，目前在总贷款中的占比高达 16%，静态测算其风险资产将因该政策下降超过 400 亿，将提高 CCAR 约 24 个 BP，倘若考虑其商贷通规模的持续增加，对 2011 年的 CCAR 的提升将接近 0.4 个百分点。
- 虽然我们不知道银监会所谓的“差异化”考核具体体现在哪些方面，但明确表示将适当提升对小企业不良率的容忍度也将从监管角度打消部分银行对小企业风险的顾虑。

政府融资平台：从银监会和上市银行的数据看风险

- 近期有媒体报道“中国监管当局准备清理 2-3 万亿可能违约的地方政府债务，中央政府将会介入偿还部份不良贷款、银行将承担一些损失”，受该消息和前述资本充足率管理办法的影响，银行股近期表现不佳。
- 先撇开最终解决问题的方式不说，我们对可能违约的地方政府债务达“2-3 万亿”这一数字本身持怀疑态度。银监会官方披露至 2010 年中期政府融资平台贷款的余额为 7.66 万亿，其中存在偿还风险的比重大约为 26%，即 2 万亿。但是，我们需要注意自 2010 年初至现在，银监会先

后已经采取了多轮、多种措施对政府融资平台进行了摸底、分类、整改，我们认为这些措施已经将部分潜在风险化解，所以我们认为截至目前存在偿还风险的平台贷款将小于 2 万亿。而且我们的观点是越早的风险防范越有利于防止系统性风险的爆发。

- 2010 年至现在，银监会先后采取的措施为：年初发布贷款的“三个办法一个指引”来严控新增的政府融资平台和项目贷款→实施第一轮“解包还原”→国务院发布 19 号文→全面实施“逐包打开、逐笔还原、重新评估、整改保全”清理措施→升级为“分解数据、四方对账、分析定性（即根据现金流情况将平台贷款分为“全覆盖、基本覆盖、半覆盖和无覆盖”四类）、汇总报表、统一会谈、补正检查”六步→2011 年新发 34 号文，要求严控新增平台贷款，要求存量平台贷款分类整改为一般公司类贷款，保全分离为公司类，清理回收类和仍按平台贷款处理四类，并要求商业银行在 2011Q1 的资本充足率计算中反映平台贷款风险权重的上调。（可参考我们发布的各类研究报告中相关的论述）

■ 上市银行的情况更为乐观：截至 2010 年末，16 家上市银行的平台贷款余额大约为 3.5 万亿（占比为 10.4%），而 2011Q1 部分上市银行披露的平台贷款余额有显著下降，原因在于部分平台贷款已经按照 34 号文整改为一般商业贷款，并清理回收。从 Q1 部分银行的情况判断转为一般商业贷款的比例大约在 30%，如果按这一数据估算，则 2011Q1 末上市银行的平台贷款已经下降至 2.5 万亿左右（占比约为 7%）。由于多数银行符合条件的商业贷款仍在逐步转换中，故我们估计这一数字在 2011 年中期会继续下降。

■ 即使按照 2.5 万亿来计算，风险能有多大呢？截止 2010 年末，上市银行的净资产合计为 3.7 万亿，预计至 2011 年末该数字将超过 4.5 万亿。我们在图表 6 中提供了一个模拟测算或将给大家一个直观的解答，即使是在不良率高达 30% 的情形下，对应的不良额也仅占到股东权益的 17%，消化不良后的 PB 水平在 1.65X，可见当前股价反映了多么悲观的预期。但是回头想一想，出现 30% 的不良率的概率有多大呢？尤其是中国经济仍处于快速发展的通道中，中央和地方的财政实力也在不断增强的过程中。

图表 5：上市银行的政府融资平台贷款情况

单位：亿元	2010A余额	2010A占比	2011Q1余额	2011Q1占比	期间减退额	转为一般贷款的比例(估算)	平台贷款不良额	平台不良率	全覆盖+基本覆盖占比	部分覆盖+无覆盖占比	平台贷款的拨备额	平台贷款的拨备比
工商银行	6496	9.57%	5151	7.29%		21%	15	0.30%	67%	33%	195	3.79%
建设银行	5400	9.53%										
中国银行	3800	6.71%							80%	20%	155	4.08%
农业银行	6000	12.10%	3900	7.47%		35%	59	1.51%	75%	25%	121	3.10%
交通银行	1774	7.93%					4	0.22%	73%	27%	30	1.68%
招商银行	1300	9.08%	1100	7.31%			24	1.85%	90%			
兴业银行	1590	18.61%							86%	14%		
浦发银行	700	6.11%							70%	30%		
深发展A	550	13.50%	230	5.44%	90	42%			86%	14%		
华夏银行	831	15.74%	456	8.29%					71%	29%		
民生银行	1972	18.65%	1199	11.02%	180	30%			94%	6%		
中信银行	1180	9.33%										
光大银行	1800	23.11%	1169	14.16%		35%	5.5	0.47%	80%	20%	45	3.88%
北京银行	1000	29.87%										
宁波银行	56	5.51%										
南京银行	193	23.00%							80%	20%		
合计:	34,449	10.37%	24,115	6.94%								

备注：（1）2011Q1披露余额显著下降的原因主要是部分符合条件的平台贷款已经按照一般商业贷款口径管理和商业银行主动减退所致
 （2）部分银行未披露最新的2010年底余额数据，则以2010H或者Q3披露的数据代替；

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：上市银行平台贷款不良率与 PB 水平的敏感性分析

上市银行平台贷款不良率假设（余额按 2.5 万亿计算）	对应的不良额（亿元）	占 2011E 股东权益比例	消化全部不良后对应的 PB
5%	1250	2.78%	1.42
10%	2500	5.56%	1.46
15%	3750	8.33%	1.50
20%	5000	11.11%	1.55
25%	6250	13.89%	1.60
30%	7500	16.67%	1.65

来源：齐鲁证券研究所

图表 7：关于政府融资平台问题可查阅的相关报告

主要内容	含相关论述的报告	报告发布时间
政策性风险的迷雾正在散去	《乍暖还寒还是春江春暖_银行业 3 月月报》	2011-5-2
2010 年的清理将显著降低政府融资平台贷款的潜在风险	《穷则变，变则通，通则久_2011 年银行投资策略》	2010-11-18
新一轮清查启动，四方对账是关键	《银行业中报总结及全年业绩展望》	2010-8-31

来源：齐鲁证券研究所

娇翼“胡思乱想”

小微业务发展瓶颈：银行如何破解高成本和高风险难题？

- **特别提示：**我们在月报中对未来监管政策或者经营环境变化的畅想仅是我们基于兴趣所做的一些假设性分析和判断，并不代表我们已经对未来政策趋势作出明确判断。
- 银监会出台措施下调了小微贷款的风险权重，我们预计从节约资本的角度出发有不少银行将会选择小（微）领域作为未来新的业务增长点，而事实是不少银行确实在今年加大了小企业和个人经营性贷款的力度。那么面对小微贷款的高成本和高风险，银行能否摸索出适合自己的发展模式将成为未来一段时间内我们观察银行转型的重要内容之一。以下分析是我们认为银行正在或者未来有可能采取的降低小微金融高成本和高风险的手段。
- 首先，高成本的问题如何化解？
 - 在当前利差保护的模式下，任何转型都意味着短期利益和长期利益的矛盾。开拓小微企业成本高且见效慢（零售业务也是），我们曾经在报告中指出：“相比高风险，较低的边际贡献和较高的开拓成本才是银行始终在小微领域喊得多做得少的最主要原因”。
 - 我们认为要想有效的协调投入和产出的关系，**坚定做大规模是摊薄单位成本的必要条件**，如果转型意志不坚定，规模效应不出现，则前期的投入可能效果甚微。而规模效应一旦形成，其边际的成本将会下降，投入与产出才能进入良性循环。

- 对于首要的问题,如何用尽可能短的时间开拓市场积累客户呢?我们预计可能的方法有:(1)效仿民生银行的“一圈两链”(指商圈、供应链、销售链)的营销模式,我们将该做法的优势总结为行业特点鲜明,产品可以标准化运作,风险较好控制。(2)客户在选择主办银行时,距离远近是考虑因素之一,所以在目标客户聚集地区(有可能是郊县)开设分支机构是开拓市场的方法之一。(3)研究客户及同行,一般来说提高审批效率、担保方式创新等比利率本身更容易吸引客户,能在1-2个方面超越同业有助于建立品牌优势,品牌优势有助于降低营销成本。
- 主动降低成本方面银行可为之处可能在于:(1)对于必要的人力投入,我们的态度是支持的,对这方面成本的控制我们应该理解为人均效率的提升,所以选择合适的人在合适的岗位、建立良好的员工考核和激励制度比简单的控制人员和薪酬更有效。(2)研发适合客户需求的多种标准化产品帮助客户经理降低前台营销成本;建立标准化的流程实现批量审批(一般是借助IT系统)可以提高效率降低服务成本(宁波银行在这方面做得也较好)。
- 其次,高风险如果有效规避?
 - 我们说小微企业的高风险实际是体现在经营风险上的,其借款者本身的信用和道德违约程度并不必然高,所以规避风险的重要途径大致分两类,一类是如何利用企业主本身的信用来增强贷款的质量;另一类是如何借助现代科技手段或者自己探索模式来提高识别小企业经营风险的能力。
 - 我们说民生银行的“商贷通”实际上就是利用了第一种方法,其利用“个人无限责任和个人无破产说”将企业的违约风险等同于“企业主个人的名誉损毁及家庭财产的损失”,从主观和客观上同时降低了贷款的违约率。
 - 倘若小微贷款放在对公模式下,宁波银行的模式可以借鉴,即找到最能反映小企业经营状况的关键指标(因为小微企业的报表可信度非常低),建立自己的评判体系,辅以信贷员的调查和回访来控制风险。如制造型小企业的电表和水表可能是较好的指标,而外贸型企业则是报关单等,餐饮行业可能是交易流水。
 - 创新的客户选择方法也能降低风险。除先前提到的“一圈两链”营销模式外,如在进入新的区域时,首先考虑和地方政府、行业协会合作,集中授信,但授信对象由合作的政府或协会选择,必要时政府或协会也会提供担保(如苏州等地方政府对小企业金融的支持力度较大,一般会提供风险基金)
- 其实在实践中有很多做法实际上是可以同时降低业务成本和贷款风险的,典型的如客户批量选择。我们在这里需要重点强调的是无论是从成本角度还是风控角度,提升科技实力非常重要,先进的IT支持在提高经营效率、拓宽服务渠道、有效控制风险等多方面扮演者非常重要的角色。我们对民生银行“商贷通”、宁波银行“零售公司”、招商银行“零售银行”的认可都和其先进的IT支持有关。

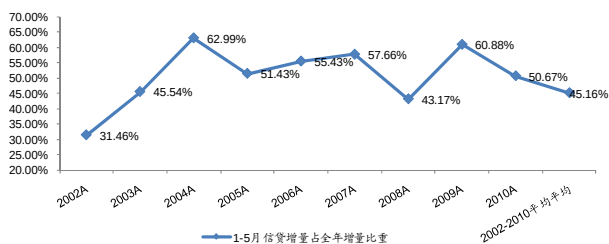
- 尽管民生银行在小微领域的成功让其他银行看到了希望，但不可否认的是民生银行“商贷通”的发展和其早在 2007 年开始的事业部改革密不可分，其独特的组织架构是促使其获得成功的内在条件之一。所以各家银行需要认真分析自己的优势和不足，找到更适合自己的发展路径，是其在小微业务领域得到资本市场认可的重要前提。
- 其实，小微企业和零售业务有很多相似之处，所以在实践中除了学习民生银行、宁波银行等的可取之处外，招商银行在零售方面的很多成功要素同样值得借鉴。
- 最后我们需要强调的是，对于同质化竞争明显的中国银行业来说，短期内各家银行在小企业业务方面在市场切入点、客户选择方法、金融产品推送方面实质的差异程度可能并不高，真正的差异化更多的是体现在转型的理念、对市场的敏锐度、对客户需求的认知、具体的执行力等方面，而不同的风险偏好和对不良的容忍度则决定了银行开拓业务的风格。

货币环境分析

5 月信贷控制力度较大，下半年有望“相对宽松”

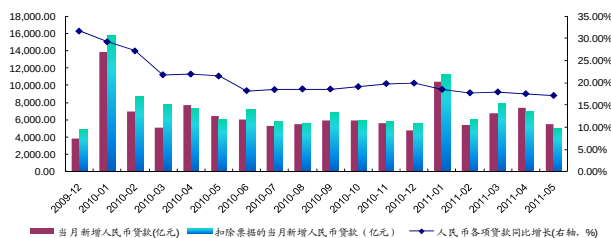
- 5 月单月新增人民币贷款 5516 亿元，较 3 月、4 月增量明显下降。前 5 月合计新增人民币贷款约 3.55 万亿，占到计划增量的 47%。从数据情况来看，5 月信贷控制力度明显大于我们此前预期，说明央行为应对通胀，对信贷投放节奏在 5 月进行了微调。
- 倘若 CPI 在 Q3 得到有效控制，则下半年的信贷增量将维持在 5500 亿左右（和去年下半年月均值差不多）。由于经济下滑速度在 Q2 略超市场预期，所以有投资者预期货币政策有放松可能。但我们需要强调的是 Q3 可能尚不具备放松的可能，但下半年的“相对宽松”仍是可期的，原因是相对于上半年的明显紧缩，下半年对实体经济来说，紧缩感受度将小于上半年。
- 5 月单月新增信贷结构的特征如下：（1）延续上月趋势，企业中长期贷款占比继续下降，票据和短期贷款融资占比继续上升。（2）居民户贷款绝对增量下降，但占比仍较高。我们维持“2011 年是上市银行贷款结构调整年”的判断，即贷款期限向短期化调整；而贷款对象向小微企业和个人调整。
- 票据融资额连续第二个月呈现净增加，本月净增加额为 568 亿，较上月多 173 亿。我们认为票据贴现增加的原因仍然是贴现利率低于贷款利率导致企业的票据融资意愿增加；从近期对银行的调研中，我们认为相对于信贷供给，实体经济的需求仍然旺盛。

图表 8：历年前 5 月新增信贷占全年比重



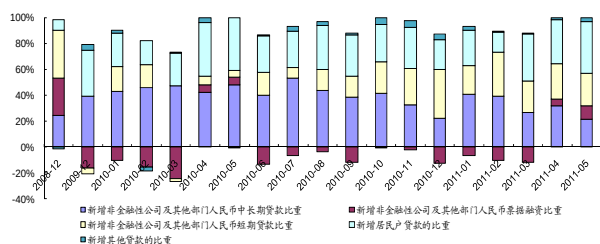
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：当月新增信贷



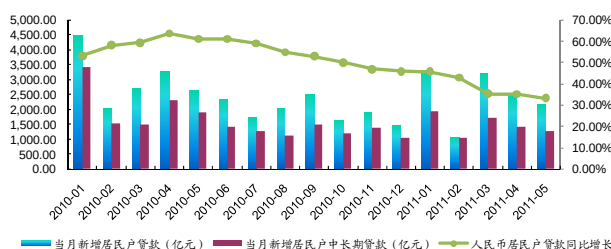
来源：齐鲁证券研究所

图表 10：当月新增信贷结构



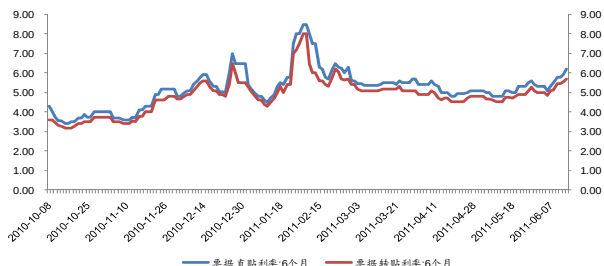
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 11：居民户贷款情况



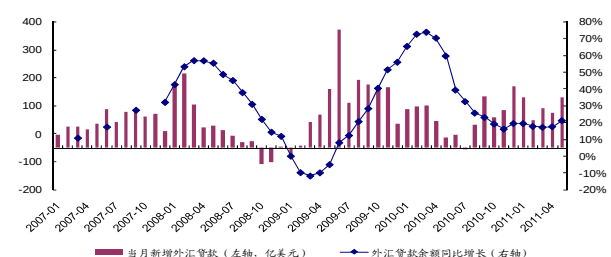
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 12：票据贴现利率



来源：央行，齐鲁证券研究所

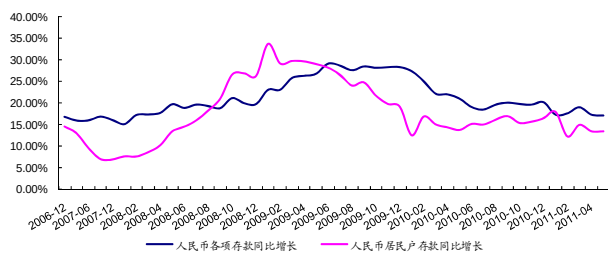
图表 13：外汇贷款情况



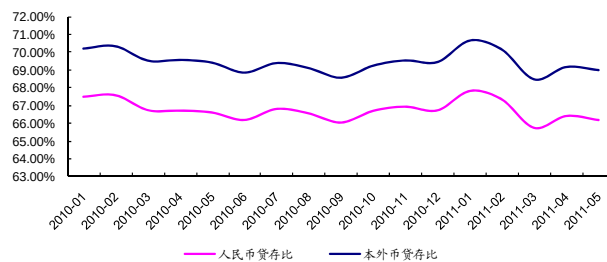
来源：央行，齐鲁证券研究所

居民存款仍增加较少，M1 增速继续回落

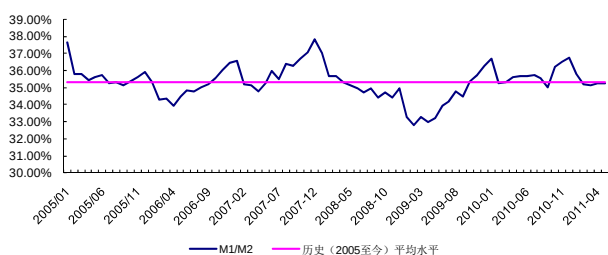
- 5 月单月人民币存款增加 1.1 万亿，其中居民户存款增量仍较少，为 713 亿；企业存款增加近 4700 亿，财政性存款增加 3531 亿元。居民户存款增加较少的原因仍在于 CPI 高企、负利率、资本市场财富效应欠佳导致银行理财产品吸引力大增。
- 5 月末，M1 和 M2 分别同比增长 12.7%和 15.1%，均较上月继续小幅回落，但我们预计 M1 增速有可能转跌为升。M1 和 M2 的增速差和上月基本持平，企业存款的定期化趋势平稳。基于齐鲁宏观组认为经济下降的过程可能正在接近尾声，所以 M1 和 M2 的增速差有望和 M1 增速同时出现上升。

图表 14：各类存款增速


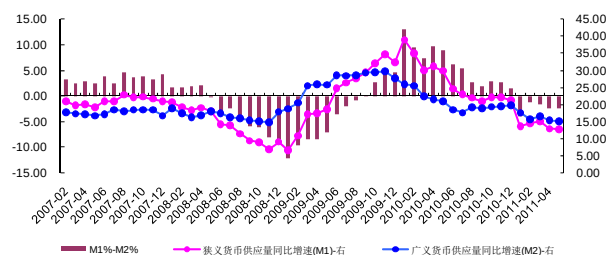
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 15：金融机构贷存比


来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 16：M1/M2 显示定期化趋势平稳


来源：央行，齐鲁证券研究所

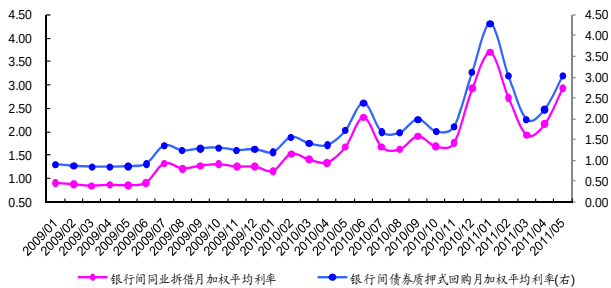
图表 17：M1 和 M2 增速均小幅回落


来源：央行，齐鲁证券研究所

银行间市场流动性较前期略紧，利率上升

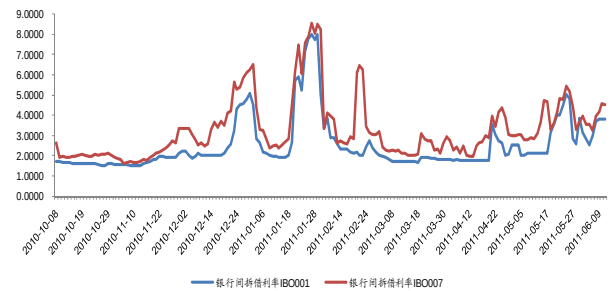
- 银行间市场流动性较前期略紧，市场利率上升。5 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率和质押式回购利率分别为 2.93%和 3.03%，分别较上月上升 77 和 81 个 BP。从银行间短期拆借利率的日走势上看，在上调存款准备金率缴款日（即 5 月 18 日）后利率仍处在高位，我们认为除除财政存款上缴国库原因外，银行正常的准备金缴存也是原因之一。
- 6 月以来市场利率明显上升，3 月期 SHIBOR 利率 6 月以来出现明显上升，1 年期 SHIBOR 水平仍较为平稳。最新的 3 月期和 1 年期的 SHIBOR 利率均超过 2008 年高点，显示当前资金市场供给偏紧，与多次上调存款准备金率关系较大。
- 最近几周公开市场资金呈现净投放，结合 5 月信贷数据和利率情况，我们认为主要是连续上调准备金率对银行间正常的流动性有所影响所致。2011 年 1 月-5 月，央行公开市场合计净投放资金约万亿，通过存款准备金的上调回收资金近 2 万亿，考虑到外汇占款增加需要对冲流动性，前 5 月央行累计对市场投放资金近万亿。但我们看到目前 2011 年下半年到期资金量骤减，所以后续央行通过公开市场回收流动性的空间较大，所以我们认为存款准备金率的调整次数和频率可能会有所下降。

图表 18：银行间同业拆借和回购利率



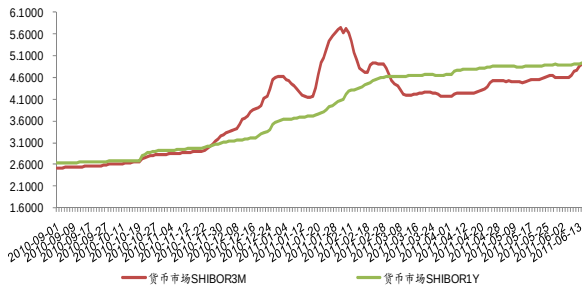
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 19：银行间市场 1 天和 7 天拆借利率走势



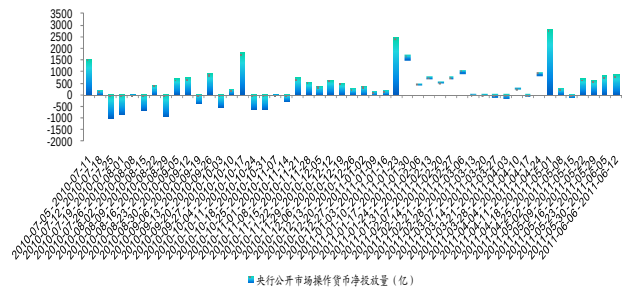
来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 20：SHIBOR-3M 和 1Y 利率走势



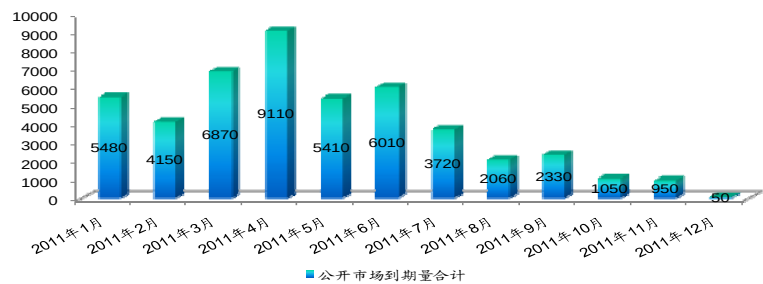
来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 21：近期公开市场操作



来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 22：2011 年下半年公开市场到期量骤减



来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308