

银行业

行业研究/行业动态

隐性风险有保障，相对收益看银行

——欧洲银行评级下调与汇金增特点评

民生精品---行业动态/银行业

2011 年 10 月 11 日

一、事件概述

穆迪分别于近日下调意大利和英国部分金融机构信用评级，10 月 10 日汇金公司增持四大行。

二、分析与判断

1、欧洲银行评级“非经营性”下调，源于隐性风险缺乏保障

10 月 5 日，穆迪投资者服务公司下调了意大利 17 家金融公司评级；10 月 7 日，穆迪下调了英国 12 家金融机构的信用评级，惠誉宣布下调意大利和西班牙的主权信用评级。

穆迪下调金融机构评级原因“并不反映银行系统财务状况的恶化”。而是这些银行的隐性风险缺乏保障，“英国政府出手救助金融机构的几率从中长期来看可能性显著下降”。

2、我国银行隐性风险主要有三：平台贷、中小企业贷款恶化和利率市场化冲击

从现阶段来看，我国商业银行的隐性风险主要包括平台贷款的偿还风险、中小企业贷款在货币紧缩和经济减速周期中领先恶化的风险，以及利率市场化带来的银行体系“经济租金（政策红利）”下降的风险。

3、平台贷风险以时间换空间，隐性风险显性化比重 0.68%-1.5%

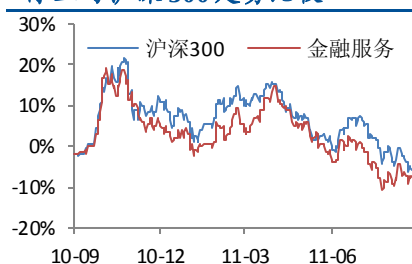
悲观假设下，就全行业而言，累计信用成本在 0.68%到 1.5%之间。平台贷风险将于 2011 年下半年开始逐渐暴露，根据现有统计数据，假定存在问题的贷款比例占总贷款规模的 15%，在未来两年内贷款违约的概率（PD）分布在 5%到 30%，给定损失比例（LGD）在 10%到 60%，悲观情况下，问题贷款的累计信用成本集中分布在 0.68%到 1.5%之间，若平均至 3 年，年均信贷成本为 23bps 到 50bps，若平均至 5 年，年均信贷成本为 14bps 到 30bps。

表 1 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%

推 荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李锋

执业证书编号：S0100511010001

联系人：李少君

电话：(8610)85127819

Email: lishaojun@mszq.com

联系人：张丽

电话：(8610)85127819

Email: zhangli_yjs@mszq.com

相关研究

1、银行业深度报告：《资本消耗现发展隐忧，二次升级成未来看点》2010.12.09

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、中小企业资金问题已有充分制度安排，问题解决或先于平台贷

对于中小企业资产质量问题，监管部门已有充分制度安排，就现有政策来看，包括：1、扩大中小企业信贷资产证券化试点范围；2、降低小微企业信贷资产风险权重。且温总理在浙江考察期间要求央行、银监会限期制定支持中小企业融资的后续措施，缓解中小企业资金困难问题。我们预计后续措施可能包括：存款准备金差别对待、贷款规模或债务的特别安排制度等。

除此之外，正确看待中小企业贷款高收益与高风险的关系，提高中小企业贷款风险容忍度，也将成为中小企业贷款监管政策的取向之一。

5、利率市场化逐步推进，但难一蹴而就

1997 年全国金融工作会议以来，剥离、注资、上市和保护性利差等政策相继为银行业提供了超过三万亿的资金扶持；农业银行上市完成了国有商业银行经营管理体制的市场化，为利率市场化清除了最后的障碍。

2011 年以来，理财产品短期利率平均已达 3.89%，近期发行的理财产品收益率已普遍超过 4%，有 68% 的理财产品收益率已经超过 1 年定期存款利率，存款利率市场化已经事实上逐渐开展。过去一年中贷款实际利率大幅上升 24%，在货币紧缩的情况下，贷款利率的自主浮动程度已经扩大。

利率市场化有三个问题值得注意：建立行业自律机制，防范恶性竞争带来的冲击；市场化推进需与宏观经济形势相结合，降低利率波动带来的影响；条件成熟时可以考虑建立存款保险制度，在一定程度上防范金融风险传染。我国利率市场化进程不是一蹴而就的。

6、“紧货币、缓增长”，凯恩斯选美看银行

2011 年以来货币供应增速持续下行，三四季度在投资增速回落的带动下经济增速放缓也将成为大概率事件。由此，紧货币、缓增长所带来的不确定性或将推动“寻找安全边际”成为投资主线。在这一背景之下寻找确定性为主要投资逻辑，标的选择遵循凯恩斯选美的过程，投资于“高安全边际”的银行板块，具备获得相对收益的可能性。

上市公司估值与评级

表 1 金融业上市公司经营业绩

	股价	流通市值	ROAA			ROAE			利润增速（%）		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	11E	12E	10~12CAGR
银行											
国有大型银行											
工商银行	3.99	10,462.80	1.32	1.49	1.44	22.79	22.92	23.36	25.83	19.34	22.54
农业银行	2.47	505.27	0.99	1.21	1.17	22.49	21.78	22.77	35.59	22.80	29.04
中国银行	2.87	5,611.57	1.14	1.25	1.09	18.87	18.21	18.83	23.04	16.24	19.59
建设银行	4.41	423.08	1.32	1.52	1.35	22.61	22.41	22.96	25.55	19.72	22.60
交通银行	4.46	1,458.82	1.08	1.12	1.12	20.08	19.95	20.26	27.00	19.58	23.24
股份制商业银行											
光大银行	2.92	444.33	0.95	1.04	1.00	20.99	18.61	19.77	33.68	25.27	29.41
浦发银行	8.42	1,256.50	1.01	1.87	1.08	23.27	18.88	19.29	33.42	21.92	27.54
华夏银行	10.02	420.84	0.64	0.71	0.74	18.25	15.46	15.12	37.67	26.14	31.78
民生银行	5.40	1,219.73	1.09	1.20	1.22	18.29	20.65	20.98	41.12	25.96	33.33
招商银行	10.99	1,941.51	1.15	1.31	1.35	21.75	21.94	21.82	36.45	23.74	29.94
兴业银行	12.14	1,309.47	1.16	1.15	1.14	24.64	22.37	22.10	26.87	20.83	23.82
中信银行	4.21	1,334.20	1.13	1.22	1.16	19.24	18.54	18.23	30.20	20.64	25.32
深发展 A	15.50	481.33	0.96	1.02	1.05	23.22	19.44	19.12	46.88	25.97	36.03
城商行											
北京银行	9.16	570.44	1.07	1.06	1.18	17.00	16.47	16.67	28.47	22.06	25.22
宁波银行	9.25	229.34	1.09	1.03	1.06	20.53	18.48	18.43	29.59	22.21	25.85
南京银行	7.92	235.14	1.25	1.18	1.26	17.21	14.75	16.16	31.75	24.56	28.11
保险											
中国人寿	14.94	3,111.04	2.56	1.89	2.33	16.02	13.90	14.77	-10.92	20.40	3.56
中国平安	33.90	1,622.59	1.70	1.80	1.90	17.30	17.25	19.90	34.47	24.94	29.62
中国太保	18.59	1,154.12	1.99	2.32	2.15	10.88	13.57	13.78	36.63	18.10	27.03
信托											
陕国投 A	12.60	45.16	7.09	7.04	7.00	12.18	12.11	12.04	-13.69	-15.51	-14.61
安信信托	16.77	76.11	14.58	16.94	19.69	33.12	38.49	44.73	23.78	9.11	16.21
证券											
宏源证券	13.72	200.47	4.68	4.53	4.68	18.88	15.90	16.28	4.83	14.87	9.74
东北证券	17.39	111.18	2.75	2.70	2.97	16.24	15.56	16.69	11.43	20.75	16.00
国元证券	9.87	193.86	3.41	4.08	4.71	6.25	11.71	12.47	14.81	14.53	14.67
广发证券	31.20	241.78	8.72	3.44	3.70	22.83	16.88	16.93	0.47	15.88	7.90
长江证券	8.66	205.34	3.61	3.79	3.51	13.69	11.05	10.43	9.94	7.82	8.88
山西证券	8.75	34.98	2.70	3.29	3.50	13.14	10.10	12.21	43.24	13.78	27.67
中信证券	11.05	1,085.36	6.74	3.84	5.20	17.28	10.28	10.65	-30.40	11.59	-11.87
国金证券	11.83	118.33	3.98	4.63	6.67	15.63	13.66	12.90	22.04	15.11	18.53
西南证券	10.51	83.88	4.27	4.03	3.06	11.64	8.65	8.97	24.53	12.05	18.13
海通证券	7.90	650.00	3.28	3.77	3.98	8.39	9.31	9.82	18.38	14.57	16.46
招商证券	11.36	278.95	3.37	3.32	3.45	13.78	13.90	14.41	9.25	12.87	11.04
太平洋	7.67	113.85	3.45	4.21	4.40	10.90	13.29	13.90	52.80	16.56	33.46
兴业证券	12.65	33.27	3.30	2.97	3.51	12.96	11.12	12.32	26.51	20.66	23.55
华泰证券	9.97	176.62	3.28	2.79	2.92	11.98	11.24	12.50	11.60	15.62	13.59
光大证券	11.90	130.07	3.73	3.67	4.08	9.76	10.30	10.94	9.35	14.60	11.94

数据来源：民生证券研究所

表 2 金融业上市公司估值与评级

	每股收益			每股净资产			市盈率			市净率			评级
	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	
银行													
国有股份制银行													
工商银行	0.48	0.60	0.71	2.35	2.73	3.20	8.43	6.70	5.61	1.70	1.46	1.25	强烈推荐
农业银行	0.29	0.40	0.49	1.67	1.96	2.29	8.46	6.24	5.08	1.48	1.26	1.08	强烈推荐
中国银行	0.39	0.46	0.53	2.31	2.59	2.94	7.67	6.24	5.36	1.24	1.11	0.98	谨慎推荐
建设银行	0.56	0.68	0.81	2.79	3.22	3.76	8.18	6.51	5.44	1.58	1.37	1.17	谨慎推荐
交通银行	0.69	0.80	0.96	3.96	4.27	4.98	7.07	5.57	4.66	1.24	1.05	0.90	谨慎推荐
中小股份制银行													
光大银行	0.36	0.40	0.50	2.01	2.36	2.73	9.23	6.91	5.51	1.45	1.24	1.07	谨慎推荐
浦发银行	1.60	1.37	1.67	8.57	7.88	9.21	8.19	6.14	5.03	1.28	1.07	0.91	谨慎推荐
华夏银行	1.20	1.20	1.52	7.11	9.12	10.33	11.46	8.32	6.60	1.93	1.10	0.97	强烈推荐
民生银行	0.66	0.92	1.14	3.90	4.79	5.66	8.21	5.81	4.62	1.39	1.13	0.95	强烈推荐
招商银行	1.23	1.50	1.82	6.21	7.49	8.97	9.20	6.74	5.45	1.77	1.47	1.23	谨慎推荐
兴业银行	3.28	2.18	2.63	15.35	10.32	12.53	7.07	5.57	4.61	1.42	1.18	0.97	谨慎推荐
中信银行	0.55	0.60	0.72	3.08	3.56	4.15	9.16	7.03	5.83	1.64	1.18	1.01	谨慎推荐
深发展 A	1.91	1.80	2.27	9.62	10.91	13.00	12.64	8.60	6.83	2.37	1.42	1.19	强烈推荐
城市商业银行													
北京银行	1.09	1.24	1.51	6.83	8.35	9.58	8.39	6.53	5.35	1.34	1.10	0.96	谨慎推荐
宁波银行	0.91	1.04	1.27	5.51	6.32	7.31	11.49	8.86	7.25	1.68	1.46	1.27	谨慎推荐
南京银行	0.90	1.02	1.28	6.34	7.20	8.22	10.18	7.72	6.20	1.25	1.10	0.96	谨慎推荐
保险													
中国人寿	1.19	1.06	1.28	7.38	7.68	8.69	12.56	14.10	11.71	2.02	1.94	1.72	谨慎推荐
中国平安	2.30	2.94	3.67	14.66	17.89	21.20	15.50	11.53	9.23	2.40	1.89	1.60	强烈推荐
中国太保	1.00	1.36	1.61	9.34	10.59	11.90	18.68	13.67	11.58	1.99	1.75	1.56	强烈推荐
信托													
陕国投 A	0.23	0.28	0.38	2.07	8.15	8.52	43.53	61.23	72.48	4.78	5.50	5.19	中性
安信信托	0.20	0.87	1.12	0.72	5.38	6.60	66.65	81.64	74.82	18.94	22.88	18.90	中性
证券													
宏源证券	0.89	0.85	0.96	5.00	5.46	6.05	15.35	16.05	14.22	2.75	2.51	2.27	强烈推荐
东北证券	0.82	0.62	0.78	5.42	6.79	7.51	21.09	27.37	21.44	3.21	2.56	2.32	谨慎推荐
国元证券	0.47	0.48	0.58	7.63	8.14	8.40	20.96	20.57	17.03	1.29	1.21	1.18	谨慎推荐
广发证券	1.62	1.09	1.28	7.74	7.22	8.27	22.93	28.69	24.45	4.76	4.32	3.77	强烈推荐
长江证券	0.59	0.46	0.53	4.39	5.09	5.52	16.01	18.90	16.47	2.16	1.70	1.57	谨慎推荐
山西证券	0.22	0.21	0.25	2.58	2.41	2.65	47.88	41.40	35.14	3.40	3.63	3.30	中性
中信证券	1.14	0.71	0.73	7.08	7.32	7.72	10.69	15.54	15.19	1.72	1.51	1.43	强烈推荐
国金证券	0.44	0.51	0.59	3.02	3.53	4.09	26.99	23.25	20.19	3.92	3.36	2.90	中性
西南证券	0.39	0.34	0.40	4.79	5.43	5.67	30.31	23.73	19.73	2.19	1.94	1.85	中性
海通证券	0.45	0.52	0.59	5.40	5.95	6.42	17.63	15.02	13.29	1.46	1.33	1.23	强烈推荐
招商证券	0.90	0.69	0.78	6.69	6.30	7.04	16.40	16.48	14.53	2.21	1.80	1.61	强烈推荐
太平洋	0.14	0.21	0.24	1.30	1.46	1.61	56.58	37.03	31.77	5.89	5.25	4.76	中性
兴业证券	0.39	0.40	0.46	3.82	4.09	4.48	35.35	31.77	27.27	3.31	3.09	2.82	中性
华泰证券	0.63	0.56	0.68	5.87	6.24	6.73	16.30	17.76	14.66	1.70	1.60	1.48	强烈推荐
光大证券	0.64	0.67	0.78	6.65	6.97	7.50	18.49	17.80	15.34	1.79	1.71	1.59	强烈推荐

数据来源：民生证券研究所

分析师简介

李锋，研究所所长。

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和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

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

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。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%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。