

银行业 2011 年日常报告

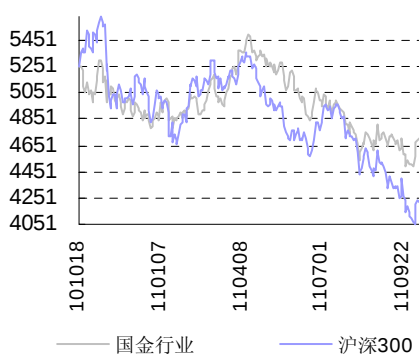
评级：增持 维持评级

行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	14.02
市场优化平均市盈率	22.26
国金银行业指数	4697.22
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5880.45



相关报告

1. 《上市银行 3 季度业绩预览》，2011.10.11
2. 《紧紧裤腰带就过去了！》，2011.9.19
3. 《业绩快速增长,贷款质量走向正常化》，2011.9.5

陈建刚 分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号：S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

企业自身造血功能恢复及提升才是核心

——客观看待民间借贷问题

基本结论

- **规模余额：**民间借贷的规模余额需要区分传统民间借贷与新型的以融资性金融中介机构（类似于影子银行）为核心的民间借贷规模余额。根据监管机构检测数据的来源分析，我们估计新型的以融资性金融中介机构为核心的民间借贷规模余额为 3-4 万亿之间。通过与从事民间借贷的相关人士的沟通，我们估计整体民间借贷规模余额在 7-10 万亿之间，即新型的民间借贷占整体民间借贷的比重约为 40% 左右。
- **传统民间借贷相比较与新型的民间借贷，**利率相对更低，一般在 15-20% 之间；信息更为透明，资金使用者与资金提供者直接协商，一般存在于朋友、亲戚及各类圈子之间；地域特征更为明确，例如温州本地，深圳华强北电子行业潮州商人等。新型的民间借贷则体现出利率更高，一般都在 30-50%，甚至出现年化 180% 的情况；地域方面则突破了传统的乡、镇的概念，例如流向鄂尔多斯的外地资金；由于资金的最终使用者与资金提供者之间没有直接联系，因而其信息也就更不透明。**我们认为目前出现风险的主要是新型的民间借贷。**
- **民间借贷的资金用途上体现出明显的短期化特征，期限越短，利率越高。**无论是为维持日常生产经营，如小企业主向亲戚朋友的借贷，还是投向具体的房地产、矿产项目等的借贷，民间借贷资金均体现出明显的短期化特征，即最长不超过一年。如果是通过融资性中介机构安排的民间借贷，短期化特征更为明显，多为搭桥性质；因为从成本角度，年化 30-50%，甚至超过 100% 的利率是任何人都难以承受的。
- **民间借贷资金来源：**传统的民间借贷资金多来源于居民的自有财富和企业留存的收益，因为这类资金虽然有逐利的性质，但也同时具备互助的性质。新型的民间借贷资金则完全以逐利为目的，其资金来源体现出更多样化的特征：既包括这类金融机构出资人提供的资本金，还包括这类机构面向社会的融资；还包括从银行体系流出的资金。根据监管机构的分析报告，新型民间借贷，银行信贷资金占比约为 10% 左右。从我们的草根调研情况分析，我们认为实际占比可能更高一些。
- **民间借贷的现状问题：**我们认为当前民间借贷问题实质是流动性问题。即资金到期之后，没有后续资金跟上而形成的偿付危机。流动性问题实质是信心问题，从这个角度讲，我们认为当前温州当地政府，银行的相关措施能够稳定借贷市场信心，保证资金正常的流转，有利于避免民间借贷出现系统性的猝然停止。
- **民间借贷迅猛发展及危机的原因：**民间借贷的近年来的迅猛发展，特别是专业从事民间借贷结构的迅速发展根源在于宽松政策之后的迅速收紧，即 09 年放得过宽，而之后又收到过快。4 万亿财政刺激政策及配套的宽松货币政策一方面增加的资金的供给，另一让面改变当时企业主的经济预期从而引导了资金需求的扩张。之后货币政策逐步收紧，特别是贷款额度控制的同时又要保证政府项目的后续资金支持，对于民营企业的信贷支持迅速下降，导致企业主转向民间借贷。因而我们认为：**政策的不连续性是民间借贷迅猛发展又迅速出现问题的重要原因；货币政策的变化则加速了其发展也直接触发其问题的爆发。**
- **民间借贷后续演进及影响：**我们认为当前的措施有利于解决当前民间借贷的流动性问题，但这仅是注入流动性。参与民间借贷的企业自身的经营能力及前景，即其自身的造血功能的恢复及提升才是解决问题的根本。如果企业本身经营前景难以好转和提升，那么当前的政策仅是延缓了问题的爆发，甚至使累积的问题更为严重。

- **对于银行的影响：**静态的观察分析，民间借贷对于银行贷款质量并无实质性影响。按照 10%的民间借贷资金源于银行体系测算，贷款规模约为 3000-4000 亿之间，占整体规模余额不足 1%。从参与民间借贷人的角度，许多是无法从银行获取信贷支持的小企业；而部分中型企业在银行有信贷敞口，但之前银行已经采取了相当的措施包括收回贷款，增加抵押及担保等措施。然而，动态考虑的角度，民间借贷当前流动性风险会不会进一步扩大，进而波及当前正常经营的企业才是我们关注的重心。**民间借贷当前的流动性风险我们认为在政府政策支持之下已经大为缓解，最终企业的经营状况才是银行贷款质量最终走向的关键。**
- **我们不排除出现小企业倒闭的可能，但我们认为更应该将其放置于整体产业结构调整及产业机构转移的大框架之中进行分析。**我们最近也对小企业的经营现状进行了调研，与 6 月底调研相比较，我们认为当前小企业经营困难更大，主要体现当前小企业需求下滑感受较为明显。从目前我们跟踪的情况分析，我们认为小企业的破产倒闭短期内并不会对上市银行整体贷款质量形成大幅冲击，原因在于：1) 09 年之前上市银行介入小企业贷款并不多，而此后虽然小企业贷款投放增速快于整体贷款水平，但银行介入多选择消费服务业而不是制造业，且担保和抵押较为充分；2) 银行对于小企业贷款退出更快。我们将对中小企业经营现状进行持续跟踪，及时分析其对银行贷款质量的影响。

投资建议

- **我们认为银行股行情将呈现震荡走势，当前处于震荡底端，建议左侧交易提高仓位配置。**
 - **当前处于震荡底端判断的逻辑在于：**当前上市银行 1.27x11PB 和 1.09x12PB（工行、建行、农行、招行、深发展和宁波估值较高，而其它银行估值已经在 1.1x11PB 甚至低于 1.1x11PB）是具备安全边际的，因为上市银行未来 2 年拨备前利润及当前累计计提拨备之和高达 3.5 万亿左右，意味着即使未来贷款损失率高达 8%，也不会对银行净资产形成冲击。而 8% 的贷款损失率，相当于 GDP 损失了 8 左右的水平，对应的不良率则至少在 20% 以上。参考历史情况，我们认为这一预期隐含了一次较为严重的系统性经济危机的出现。我们认为银行股当前价位已经具备长期投资价值。
 - **对于震荡行情判断的逻辑在于：**压制银行估值的因素并没有消散，包括流动性趋紧局面没有改善，未来一段时间银行贷款质量面临一定压力以及业绩高增长动力的逐步放缓等。特别是当前对于经济增长前景和流动性趋紧导致民间借贷流动性风险等问题都将对银行估值的提升形成压力。
- **我们认为今年 4 季度较为平稳货币政策及流动性状况有利稳定市场预期，考虑即将到来的上市银行 3 季报业绩依然保持较快的增长，以及当前足够悲观预期之下隐藏的预期改善可能性较大，我们建议提高银行仓位配置。推荐组合：民生，深发展，华夏，招行。**

图表 1: 上市银行估值水平

国内银行估值水平																						
评级		股价	A/H溢价	EPS (摊薄前)		PE (摊薄前)		EPS (摊薄后)		PE (摊薄后)		BVPS(摊薄前)		PB (摊薄前)		BVPS(摊薄后)		PB (摊薄后)		ROE(%)		
		16/Oct	流通股本	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	
工行	持有	4.14	2,622.25	0.59	0.70	7.03	5.90	0.59	0.70	7.03	5.90	2.70	3.10	1.54	1.34	2.70	3.10	1.54	1.34	21.83	22.65	
建设	持有	4.62	94.39	0.67	0.81	6.85	5.70	0.67	0.81	6.85	5.70	3.23	3.71	1.43	1.25	3.23	3.71	1.43	1.25	20.85	21.85	
农行	持有	2.60	153.42	0.40	0.50	6.57	5.20	0.40	0.50	6.57	5.20	2.02	2.37	1.28	1.10	2.02	2.37	1.28	1.10	19.55	21.13	
中行	持有	3.00	69.72	0.46	0.54	6.58	5.58	0.46	0.54	6.58	5.58	2.65	3.19	1.13	0.94	2.65	3.19	1.13	0.94	17.19	16.87	
交通	持有	4.59	297.36	0.80	0.96	5.75	4.76	0.80	0.96	5.75	4.76	4.39	5.19	1.05	0.89	4.39	5.19	1.05	0.89	18.20	18.59	
招商	买入	11.68	176.66	1.66	2.15	7.03	5.42	1.36	1.76	8.00	6.18	7.61	9.03	1.54	1.29	7.56	8.99	1.44	1.21	18.01	19.63	
中信	持有	4.39	264.18	0.60	0.75	7.34	5.87	0.60	0.75	7.34	5.87	3.57	4.07	1.23	1.08	3.57	4.07	1.23	1.08	16.75	18.40	
浦发	买入	8.83	114.79	1.44	1.73	6.13	5.11	1.44	1.73	6.13	5.11	7.50	8.79	1.18	1.00	7.50	8.79	1.18	1.00	19.20	19.64	
民生	买入	5.80	225.88	0.97	1.23	6.01	4.71	0.91	1.16	6.38	5.00	4.67	5.60	1.24	1.04	4.71	5.63	1.23	1.03	19.32	20.57	
兴业	持有	12.76	59.92	2.14	2.60	5.97	4.90	2.14	2.60	5.97	4.90	10.41	12.59	1.23	1.01	10.41	12.59	1.23	1.01	20.54	20.68	
光大	持有	3.01	40.00	0.45	0.62	6.64	4.85	0.36	0.49	8.36	6.11	2.33	2.70	1.29	1.12	2.47	2.84	1.22	1.06	14.58	17.36	
华夏	买入	10.85	37.84	1.22	1.53	8.89	7.11	1.22	1.53	8.89	7.11	9.24	10.51	1.17	1.03	9.24	10.51	1.17	1.03	13.21	14.52	
深发展	买入	16.36	31.05	2.19	2.71	7.47	6.03	1.78	2.21	9.19	7.41	11.73	14.04	1.39	1.17	12.43	14.74	1.32	1.11	14.32	14.98	
北京	持有	9.77	62.28	1.39	1.72	7.03	5.67	1.18	1.47	8.26	6.66	7.87	8.97	1.24	1.09	8.32	9.42	1.17	1.04	14.22	15.57	
南京	持有	8.49	29.69	1.02	1.23	8.34	6.89	1.02	1.23	8.34	6.89	7.16	8.19	1.19	1.04	7.16	8.19	1.19	1.04	14.22	15.04	
宁波	持有	9.67	24.74	1.05	1.27	9.20	7.59	1.05	1.27	9.20	7.59	6.45	7.60	1.50	1.27	6.45	7.60	1.50	1.27	16.29	16.77	
大行平均						6.76	5.59				6.76	5.59			1.34	1.16			1.34	1.16	19.85	20.62
股份制平均						6.80	5.42				7.34	5.83			1.26	1.07			1.23	1.05	17.13	18.26
城商行平均						8.19	6.72				8.60	7.05			1.31	1.13			1.29	1.12	14.91	15.79
Average/Sum						7.05	5.71				7.43	6.00			1.29	1.10			1.27	1.09	17.39	18.39

H股估值水平																				
评级	股价	A/H溢价	EPS (摊薄前)		PE (摊薄前)		EPS (摊薄后)		PE (摊薄后)		BVPS(摊薄前)		PB (摊薄前)		BVPS(摊薄后)		PB (摊薄后)		ROE(%)	
	16/Oct		11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行(H)	4.25	119%	0.59	0.70	5.93	4.97	0.59	0.70	5.93	4.97	2.70	3.10	1.29	1.13	2.70	3.10	1.29	1.13	21.83	22.65
建行(H)	5.14	110%	0.67	0.81	6.25	5.21	0.67	0.81	6.25	5.21	3.23	3.71	1.30	1.14	3.23	3.71	1.30	1.14	20.85	21.85
农行(H)	3.02	105%	0.40	0.50	6.26	4.96	0.40	0.50	6.26	4.96	2.02	2.37	1.22	1.05	2.02	2.37	1.22	1.05	19.55	21.13
中行(H)	2.68	136%	0.46	0.54	4.82	4.09	0.46	0.54	4.82	4.09	2.65	3.19	0.83	0.69	2.65	3.19	0.83	0.69	17.19	16.87
交行(H)	4.75	118%	0.80	0.96	4.88	4.04	0.80	0.96	4.88	4.04	4.39	5.19	0.89	0.75	4.39	5.19	0.89	0.75	18.20	18.59
招行(H)	13.56	105%	1.66	2.15	6.69	5.17	1.36	1.76	8.17	6.30	7.61	9.03	1.46	1.23	7.56	8.99	1.47	1.24	18.01	19.63
中信(H)	3.57	150%	0.60	0.75	4.90	3.91	0.60	0.75	4.90	3.91	3.57	4.07	0.82	0.72	3.57	4.07	0.82	0.72	16.75	18.40
民生(H)	5.45	130%	0.97	1.23	4.63	3.63	0.91	1.16	4.92	3.86	4.67	5.60	0.96	0.80	4.71	5.63	0.95	0.79	19.32	20.57
Average		121%			5.55	4.50			5.77	4.67			1.10	0.94			1.10	0.94	18.96	19.96

汇率: 0.82

H股估值已考虑了汇率因素

深发展考虑定增融资200亿,2011年完成, EPS、BVPS已考虑平安银行并表

招行考虑10配2.2, 融资350亿, 2011年完成

民生考虑A股可转债+H股增发融资290亿, 2011年完成

光大考虑H股IPO融资315亿,2011年完成

北京行考虑定增融资118亿,2011年完成

来源: 公司数据, 国金证券研究所

内容目录

民间借贷规模	5
民间借贷之所以成为问题还是因为利率过高	7
民间借贷资金来源和去向	8
资金来源	8
资金去向	9
民间借贷迅猛发展及危机的根源	10
传统民间借贷	10
新型的专业从事民间借贷的金融中介机构	10
和印度小额贷款危机的比较	12
后果及影响	12
如何传染至银行系统途径	12
民间借贷后续如何演变	13
中小企业经营现状	14

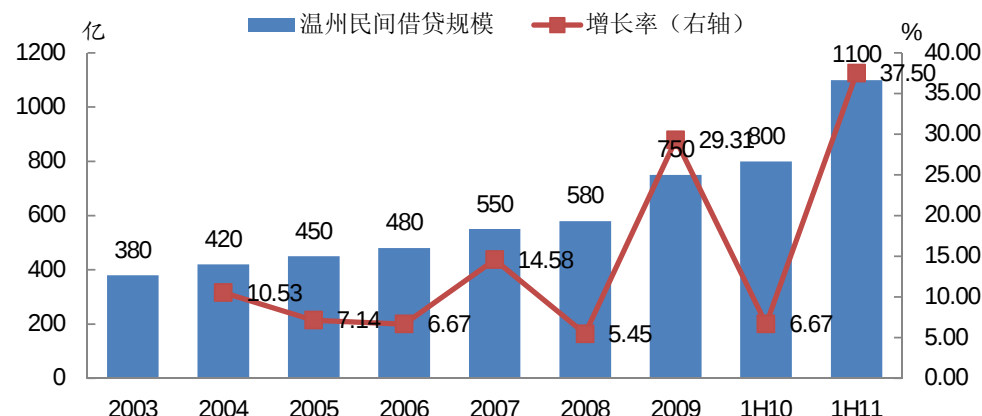
图表目录

图表 1: 上市银行估值水平	3
图表 2: 通过金融中介机构活跃账户监控的温州民间借贷规模余额	5
图表 3: 民间借贷运作模式	5
图表 4: 传统民间借贷主要类型	6
图表 5: 影子银行中各类中介机构贷款份额	6
图表 6: 融资性中介机构借贷类型	7
图表 7: 历史温州民间借贷利率	7
图表 8: 三类民间借贷利率	8
图表 9: 1100 亿温州民间借贷资金来源	8
图表 10: 1100 亿温州民间借贷资金用途	9
图表 11: 传统民间借贷发展逻辑	10
图表 12: 实际利率水平	11
图表 13: 中介机构数量蓬勃发展	12
图表 14: 温州各部门针对民间借贷问题采取的措施	14
图表 15: 国务院出台金融财税支持小型微型企业发展措施	15

民间借贷规模

- 与温州当地企业主及资金借贷从业者的沟通反馈，温州民间借贷规模大致在 6000-9000 亿之间；而央行温州支行民间借贷监测系统显示，截至今年 6 月末，规模大概在 1100 亿。我们认为这两个数据之间的差异在于一个指整体民间借贷规模余额，一个指仅通过金融中介机构活跃账户监控的规模余额。

图表 2：通过金融中介机构活跃账户监控的温州民间借贷规模余额



来源：中国人民银行浙江省分行，国金证券研究所

- 目前民间借贷运作模式大致可分为两类。第一类指居民之间，或者居民与资金最终使用者之间直接的融资安排，即传统的民间借贷，例如亲戚之间，朋友之间。第二类则指 2010 年以来迅猛发展的通过非银行中介机构进行融资，然后统一安排借贷的方式，例如通过小额贷款公司、担保公司及投资顾问公司等，这类贷款资金利率远远高于第一类，绝大部分高利贷是通过这种方式。我们认为央行 1100 亿为第二类方式的规模余额。但由于央行的数据主要源于对该类公司活跃账户的监控，因而我们认为即使第二类的规模余额也将比央行监控的更大。

图表 3：民间借贷运作模式

	传统民间借贷	新兴民间借贷
借贷方式	贷款人和借款人直接接触	中介机构充当中间人，贷款人和借款人不直接接触
借贷主体	单位内部职工、同乡、熟人、朋友之间	扩大到无地缘亲缘关系，参与者广泛
信息透明度	较高，借贷双方知根知底	较低，借贷双方互不认识
利率	较低	较高，部分年化利率可达 100% 以上
杠杆	较小	数倍于自身资本金
风险	较低，亲友之间临时性资金调剂	较高，很大部分被用于投机

来源：国金证券研究所

- 传统的民间借贷主要指在社会公众之间实现的资金借贷，包括直接借贷、集资和各种“会”。其特点主要是：
 - 攀附在亲缘与地缘之上。形式是亲友之间“一对一”形式的借贷，多发生在单位内部职工、同乡、熟人、朋友之间，是一种以信用为主的带有明显亲缘、地缘和业缘关系的借贷方式。
 - 利率随行就市，一般在 15%-20% 之间，借贷手续简单。相互熟悉、相互信任的借贷双方直接见面，约定借款金额、期限、利息，由口头约定、或打个借条，用于个人之间，主要是亲友之间临时性资金调剂，因而利率也不至于很高。
 - 借贷双方信息透明度高。这种借款的用途主要是解决生活、生产急需，借贷双方知根知底，风险较小。

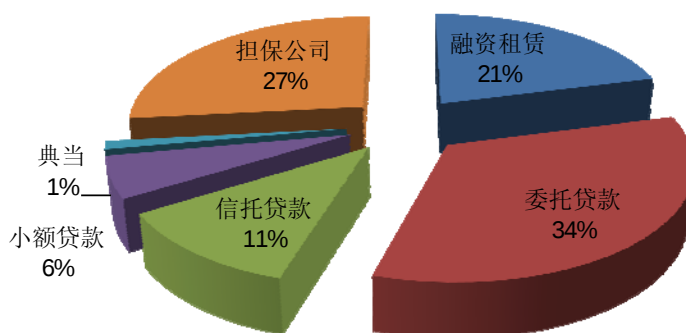
图表 4：传统民间借贷主要类型

直接借贷	借贷双方在相互了解、相互信任的基础上自发分散进行的，是最原始和最普遍的形式
集资	主要发生在企业和各种形式经济联合体内部，一般是企业负责人或职工为解决生产资金不足而按股筹集的，目前大规模的集资活动在温州已经不多见
“会”	由发起人邀请若干人参加，收集一定数量的会金，轮流交由一个人使用，借以互助，这种形式在温州的某些区域还在正常开展

来源：国金证券研究所

- **新兴的民间借贷是指通过成立的小额贷款公司和各类融资性中介机构（担保公司、典当行、寄售行及投资顾问公司等）实现的资金借贷。**其新特征表现在：
 - **范围广。**不再局限于亲朋好友之间，借贷的地域范围也由本村、本乡、本县开始向外县扩张，其密集兴旺之地从前些年江浙、东南沿海地区扩展到山西、内蒙古等资源丰富、经济高速发展的内陆地区。
 - **利息高。**中介的出现使得炒钱开始专业化运作，一些地方的民间拆借年息已超过 100%，达到近年来的最高水平。
 - **参与者众多。**在高利率的吸引下，涉及主体扩展至普通家庭。据媒体报道，在温州，约 89% 的家庭、个人和 59% 的企业都参与了民间借贷。
 - **中介机构的杠杆效应。**中介机构发挥着连接资金供需的纽带作用，使得集资对象层层相带。有的借款人将资金转手借给下家，出现资金拆借“二传手”，资金链条不断拉长。
 - **风险大。**由于放贷人并不与借贷人直接接触，因而借贷公司在资金的流动方面有很大的操作空间。跳出传统运行轨道和扩大放债范围后，信息不对称的问题凸显，风险骤然放大。而中介机构从业人员的道德风险，也加大了借贷双方的风险。

图表 5：影子银行中各类中介机构贷款份额



来源：Wind，国金证券研究所

- 在货币政策收紧的背景下，民间融资正以燎原之势在全国各地勃兴。而流动性不平均的加剧则使得民间融资利率不断高启，信息和渠道的不对称则促使大量新型资金中介大量成立。
 - **小额贷款公司：**不能吸收公众存款，资金来源只能是自由资金和来自不超过两个银行等金融机构的融入资金（融入资金不得超过资本净额的 50%）。
 - **融资性中介机构：**除用自有资金提供融资服务外，还可以吸收资金用于借贷。

图表 6：融资性中介机构借贷类型

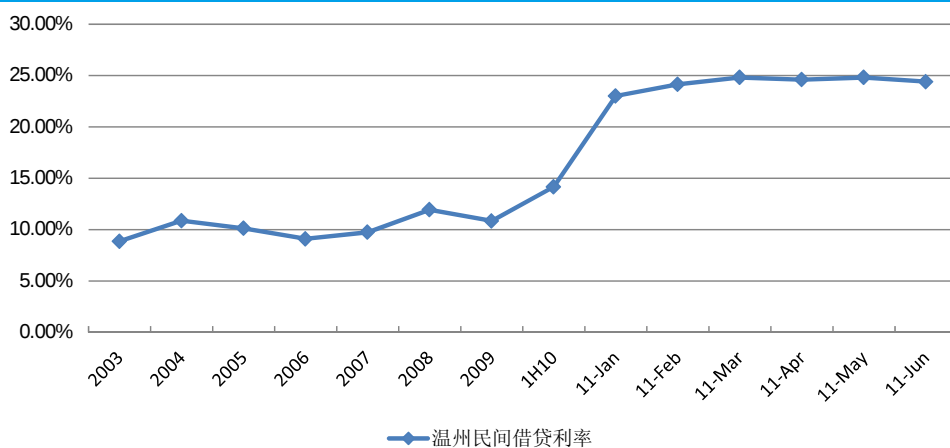
直接撮合型	撮合借贷双方成交，收取服务费。由中介机构介绍借贷双方会面，共同磋商借贷数额、利率、借期、担保形式等，促使双方签订借款合同、进行公证并履行，中介机构以借款数额为基数从借款人处收取报酬。此类中介行为较为规范。
提供见证型	中介机构促使双方成交并作为借款合同的见证人签章。由于借贷双方并不相识，中介机构在撮合过程中承诺承担担保责任，但在借贷双方达成的借款合同上作为见证人签字盖章。一旦发生纠纷，见证人并不承担任何责任。
提供担保型	中介机构直接以本公司名义为借款人提供保证担保，当借款人不按期还款时，放款人可以要求中介机构承担保证责任。这类经营方式对于非以提供担保为业的中介机构而言，承担的风险很大，出现的不多。
受托放款型	放款人将款项存于中介机构，委托中介机构寻找合适的借款人并对外放款。中介机构如果发现合适借款人即通知放款人前往订立合同。这种经营方式一般发生于关系相熟、相互较为信任放款人与中介机构之间，有的中介机构为吸引大额放款者，为其提供了有保障的承诺，如果放款人欲提前收回借款，可以由中介机构先行支付借款本息，放款人将债权转让给中介机构，如果借款人不按期还款，由中介机构先行付款后向借款人追偿。
收款放贷型	中介机构与放款人之间订立借款合同，中介机构支付一定的利息从放款人处收取款项后对外放贷。在此类模式中，借款人与放款人之间没有联络，放款人将款项交与中介机构，从中介机构获取利息，中介机构选择并确定借款人，从中获取利息差额。

来源：国金证券研究所

民间借贷之所以成为问题还是因为利率过高

- 目前民间借贷的利率水平已超过 03 年后的历史最高水平。根据人民银行温州市中心支行发布的《温州民间借贷市场报告》显示，6 月份温州民间借贷综合利率水平为 24.4%，远超 03-10 年 13%-17% 的民间利率水平。

图表 7：历史温州民间借贷利率



来源：中国人民银行浙江省分行，国金证券研究所

- 但不能把民间借贷全都一棒打死成“高利贷”。由于民间借贷市场远非价格统一的市场，各子市场的利率价格差距很大。一般社会主体之间的普通借贷利率和小额贷款公司的放款利率不超过商业银行同期贷款利率的 4 倍，前者平均为 18%，后者接近 20%；而社会融资中介的放贷属于高利贷范畴，其平均利率为 40% 左右。
- 我们认为通过融资性中介机构安排的民间借贷，多为搭桥性质。因为从成本角度，年化 30-50%，甚至超过 100% 的利率是任何人都难以承受的。

图表 8：三类民间借贷利率

	利率	监测部门	备注
一般社会主体之间	18%	农信社	农村普通的生产消费用
隐蔽市场短期垫资	40%	中介机构	市场活跃度高
公开市场短期周转	20%	小额贷款公司	利率受限，非完全自然水平

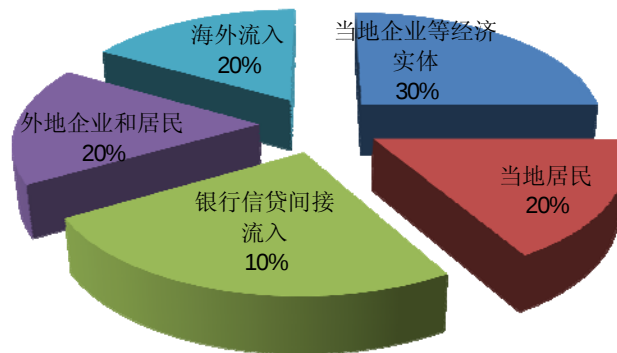
来源：中国人民银行浙江省分行，国金证券研究所

民间借贷资金来源和去向

资金来源

- 主要是民营企业主和普通家庭的闲置资金。具体包括温州当地生产生活结余的资金，全国各地在外温州人的投资回流资金和温州在世界各地华侨汇回的资金等。金融危机以来，山西煤改、迪拜危机、楼市限购、股市低迷，这些钱都回流到了温州。

图表 9：1100 亿温州民间借贷资金来源



来源：中国人民银行浙江省分行，国金证券研究所

- 企业资金。这里需要区分企业自身积累和银行借款转贷两种类型：前者不会成为银行坏账；而后者在高利贷泡沫破灭后无法收回，如果企业自身资金运转又面流动性危机，则会进一步影响到银行体系。
 - 企业自身积累：部分企业对生产经营趋于谨慎，短时间没有好的投资项目，把前期积累的富余资金短期拆出来，通过各种渠道进入民间借贷市场。比如资金超募的上市公司把闲钱委托理财，或直接开典当行从事高利贷业务；又或者一些资金雄厚的大企业则委托银行放贷款，利息不低于同期贷款利息的四倍。
 - 企业银行借款转贷：经营状况良好的大企业，由于信用资质等方面的优势使其更容易在银行拿到授信，在民间借贷的收益诱人的情况下，这些企业也乐于将部分信贷资金转手贷出，从中赚取差价。比如从银行贷出来 1 个亿，5000 万用于企业发展，再将 5000 万拆借出去，以年利率 40% 计算就有 2000 万的利息，扣除付给银行的利息仍然是净赚的。
- 居民资金。同样区分为居民自身财富和间接来自于银行部分，但不同的是居民资金的这两部分均不会对银行体系造成较大影响。一是因为个人银行借款转贷部分体量小，二是个人承担无限责任，不存在个人破产之说，银行享有追偿权利。
 - 居民自身财富：来源主要有储蓄、土地补偿金、拆迁补偿、资本所得（租赁、盈利），这些资金大部分会通过各种资金中介机构进入民间

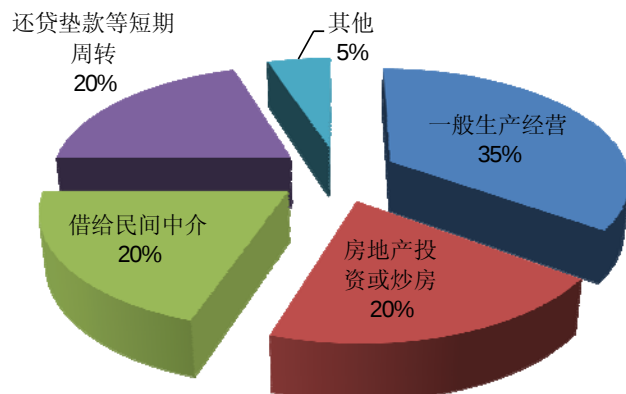
借贷市场。由于属于民间行为，如果债权人损失了资金，那也只能依照民法处理，大部分人也就只能吃一个哑巴亏。

- **居民银行借款转贷：**主要途径有个人房地产抵押贷款、信用卡非法套现转贷等。1) 伴随着房贷的步步收紧，银行对个人房地产抵押贷款的授信标准也不断提高，个人没有稳定、足够的收入是难以贷到款的，抵押率也一般在 50%-60%。即便违约，较低的抵押率和个人收入也能够成为银行信贷质量的两道防线；2) 信用卡套现转贷只有非法套现才有利可图（正常取现每日利息 0.05%，按复利计算年利率也有 20% 多，放于民间借贷并不划算）。但非法套现是监管部门打击对象，规模不至于很大。
- **热钱流入。**海外热钱（包括温州在世界各地华侨汇回的资金等）通过虚假贸易或“对敲”等方式，通过地下钱庄进入民间借贷市场。
- **银行信贷资金。**部分银行资金为了追逐高额收益，采取各种方法（如向小贷、担保公司拆借），或明或暗地流入民间资本市场。银行员工充当高利贷掮客，把贷款放给民间中介机构，再由这些机构倒手为高利息民间借贷。

资金去向

- **生产经营、项目投资为主，也有用于短期垫资、拆借周转、“过桥贷款”等短期用途。**但在当前紧缩的货币政策下，社会资金总体趋紧，短期垫资需求增加，社会资金拆借链条延长，转手环节变多，“空转”而没有进入实质领域的民间借贷资金有所增加。

图表 10：1100 亿温州民间借贷资金用途



来源：中国人民银行浙江省分行，国金证券研究所

- **一般生产经营，主要源于传统民间借贷。**生产经营需求无非两方面：一是维持企业正常运转的流动资金需要；二是能够支撑高利率的暴利行业。
 - **中小企业生存需要。**由于银根紧缩，首当其冲受损的就是中小企业。许多陷入了困境的中小企业，为了扭转困局只能殊死一搏，转向民间借贷，以高利率补充周转资金，希望能够支撑企业等到融资环境的好转。
 - **煤炭、矿山资源行业的投资。**煤炭采选、矿山等资源行业回报率高，资金回收快，需求旺盛。随着实体经济景气度逐渐下降，目前资源类行业已经成为民间借贷高利率的重要支撑。
- **房地产投资。**目前多数基层银行对房地产项目的新开发贷款基本停止，而在建工程对资金的需求较大且刚性，中小地产公司不得不转向民间借贷。2、3、4 线城市等非限购地区的中小房地产开发商，已成为民间资金的重要需求方，结款时间多为半年到 1 年的短期周转。

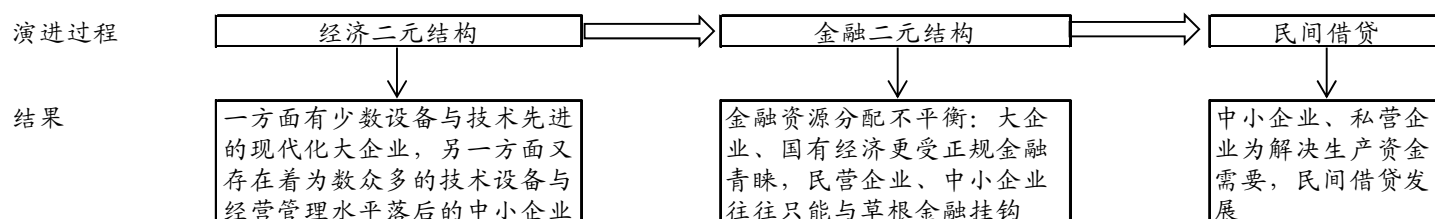
- 房地产项目主要位于非限购城市，当地房地产价格依然维持升势，销售保持旺盛势头，因此房地产企业的投资意愿较高，对资金的需求也较大。在鄂尔多斯，地下钱庄资金中约有 60%-80% 的资金投向了房地产，多数地产公司通过民间资金买地，或做前期开发的过桥资金，房屋预售时即可以还贷。
- **过桥贷款。**部分企业借银行的钱还不上，担心影响银行对企业的资质评定和接下来的放款计划，这时候企业只得到处去拆借，一旦还上了银行贷款，银行继续合作，企业很快就能还清高利息的民间贷款。
- **再次进入民间借贷市场。**这部分没有直接进入生产、投资领域，而是停留在民间借贷市场，没有任何投向，沦为纯粹“炒钱”的“庞氏骗局”。下家不关心钱的流向，只盯着上家承诺的利率，这部分资金，是民间借贷市场上最危险的一部分。

民间借贷迅猛发展及危机的根源

传统民间借贷

- **传统民间借贷由来已久，在其它各国也普遍存在，并一直被视为正规金融的有益补充。**以资本之都温州的发展历史看，在过去几十年的快速成长过程中，靠亲戚朋友相互拆借资金，打拼出鞋厂、打火机企业，并自此走出国门的例子比比皆是。尽管其间也曾出现过不少问题，但不可否认，曾经的民间借贷，在一定程度上成就了温州辉煌的制造业。不单单是温州，在东莞、在鄂尔多斯，民间借贷均曾扮演着重要角色，成为当地经济增长中不可或缺的一部分。
- **二元金融结构下的自然生长。**在我国经济中存在着“二元结构”，即一方面有少数设备与技术先进的现代化大企业，另一方面又存在着为数众多的技术设备与经营管理水平落后的中小企业。然而在“金融二元结构”下，有限的金融资源总是投入到政府倾向于要发展的大企业、大项目中去，中小企业不可避免地周期性陷入钱荒，现有的正规金融体系不能满足需要，这样原有的民间借贷填补了这一空白得到发展。

图表 11：传统民间借贷发展逻辑



来源：国金证券研究所

- **传统民间借贷中非高利贷部分是保护对象。**1) 合理的合法的民间借贷，受到民法的保护和支持，是无需担心的，也是社会财产关系的有效补充，但是前提是不能达到高利贷的界限（我国《民法通则》规定，利息高于银行同期贷款利息 4 倍就属于高利贷，如果超过 4 倍，当有纠纷时，法院不保护超出部分）；2) 央行在 08 年上半年的《货币政策执行报告》中开辟专栏讨论民间借贷问题。对民间借贷的作用加以肯定，并指出民间借贷作为正规金融有益和必要的补充，在一定程度上缓解了中小企业和“三农”的资金困难，并在一定程度上填补了正规金融不愿涉足或供给不足所形成的资金缺口。

新型的专业从事民间借贷的金融中介机构

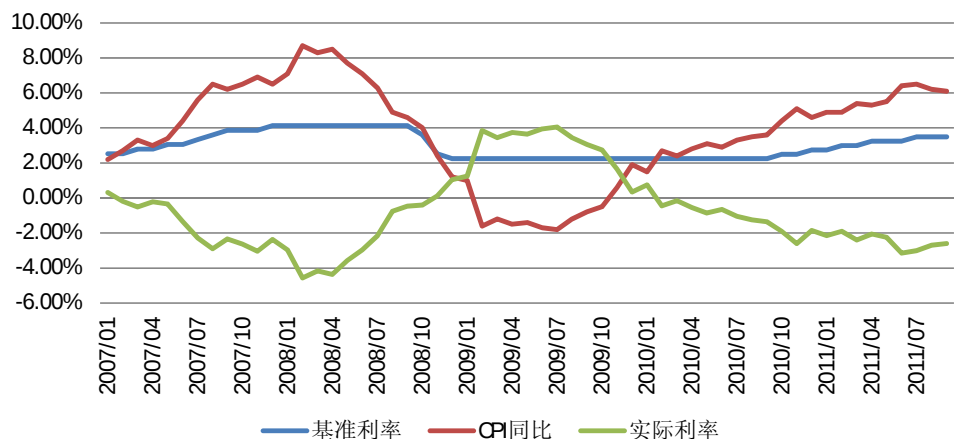
■ 需求：宏观紧缩，流动性分配不均

- **配合 09 年 4 万亿财政刺激政策的宽松货币政策：**为配合 09 年 4 万亿财政刺激，银行信贷迅速放松。经济刺激政策，也造成一些企业主对未来经济预期的变化。因而 09 年，特别是 09 年下半年需求能从银行申请到信贷的中小企业，特别是中型企业进行了产能扩张。这类固定资产贷款，期限一般在 2-3 年，因而进入 2011 年下半年，这类贷款逐步到期。
- **货币政策转向过快是加速器：**一方面，货币政策迅速由宽松转向趋紧，在贷款额度管理以及项目后续贷款需求持续背景下，民营企业贷款支持进一步萎缩，浙江银监局公布的一份报告显示，今年浙江省主要银行机构信贷规模同比较去年下降了 12%，其中对中小企业的信贷规模比去年下降了 60%以上；另一方面，高通胀下原材料成本、人工成本大幅上升，使中小企业流动资金缺口扩大。因而在银行抽贷，压贷背景之下，许多民营企业将融资需求转向了民间借贷市场，而由于部分资金需求比较大的中型民营企业，例如泰信等，只有在新型的专业从事民间借贷的金融机构市场中才能找到足够的资金。
- **经济基本面形势并没有在刺激政策之下彻底好转才是根源：**进一步需要指出的是，自 2010 年下半年开始，特别是 2011 年，整体经济形势并没有在财政刺激政策之下迅速的找到新的增长点，特别是海外的需求并没有明显的增长。因而，许多 09 年扩张的产能并没有能在今年形成现金流。企业本身的造血功能没有恢复和增长，进一步导致其资金流的紧张。

■ 供给：通胀高企，民间暗流涌动

- **居民层面：负利率导致居民储蓄存款流出银行体系之外，为民间借贷再度活跃创造了实现环境。**居民储蓄存款利率过低并且要承担利息税，必然流出银行体系寻找新的投资途径。同样是储蓄流出，07 年流向了股市，造就了波澜壮阔的牛市；11 年则流向了民间借贷市场，中国人民银行温州市中心支行发布的“最合算投资方式”问卷调查显示，今年 2 季度，选择“民间借贷”的市民占到 24.5%，首次超过“房地产投资”成为第一选择。

图表 12：实际利率水平

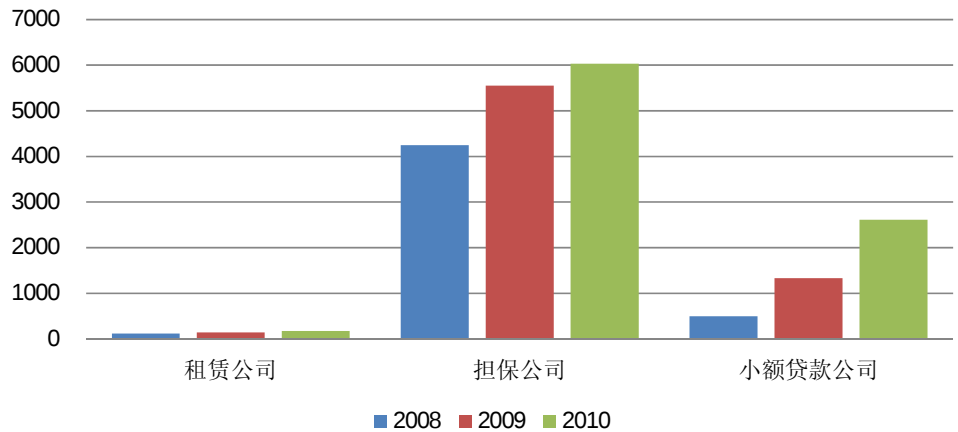


来源：Wind，国金证券研究所

- **企业层面：**受经营成本上升以及订单下降等多重因素影响，企业的低利润率与民间借贷的高收益率形成鲜明对比。许多企业主把厂房卖掉，将资金投入到了民间借贷领域。一些有能力从银行获取贷款的企业也通过直接存入或炒房抵押贷款的方式参与民间借贷。
- **桥梁：中介机构大量涌现**

- 投资担保公司等中介机构的介入为投资者与求资者之间建立对接桥梁，吸引资金进入民间借贷市场。中介公司之间还可能再出现再中介，从而将某一地区的资金短缺企业、贷款中介公司与资金富余的企业、个人网状链接起来，捆绑之后的利益共同体在一定程度上加速了利率的上升。

图表 13：中介机构数量蓬勃发展



来源：Wind，国金证券研究所

和印度小额贷款危机的比较

- 对于民间借贷危机的形成，我们认为其本质在于：1) 摊子铺的过大；2) 利率升的过高。我国的民间借贷问题和印度的小额贷款危机有一定的相似之处：
 - 高利润致小额贷款无序扩张。从 2005 年到 2010 年 8 月，印度小额贷款总额从 2.52 亿美元增加到近 50 亿美元，总额扩大了 20 倍，年复合增速超过 80%；借款人账户则每年攀升 62%，到 2010 年 8 月借款客户达 2800 万人。
 - 贷款利率过高。原本低利率是印度小额贷款的特色，但由于经营成本高，同时小额贷款机构资金多来自金融市场，资金成本也高，加上牟利动机，使得小额贷款利率偏高，平均年利率为 25%-100% 不等，客户普遍负担较重。
- 但印度小额贷款最终演变成系统性危机，政治层面因素是导火索。印度反对派政治人士为拉选票，鼓动负债者停止向银行还贷，政府官员甚至逮捕放贷机构的工作人员，指控他们纠缠借款人。在地方政府官员和政客们的力劝下，成千上万小额贷款借款人干脆停止偿还贷款，即使他们并非没有还钱的钱。

后果及影响

如何传染至银行系统途径

- 民间借贷影响银行体系途径：1) 直接渠道：即银行贷款直接流入民间借贷市场；2) 间接渠道，表现为企业和居民套取银行贷款用于民间放贷；3) 企业既背负银行贷款也从民间借贷市场借款，例如：部分房地产企业；4) 受民间借贷资金链断裂波及正常生产经营的企业
- 银行直接贷款风险，实质上为操作风险：取决于银行内部控制和员工操作风险，这是银行风险暴露最大的薄弱环节，我们认为这类风险是存在的，可能数量并不少，但整体的规模上并不大。

- **银行信贷间接流入风险，企业和居民从银行贷款然后投入民间借贷市场赚取价差：**主要在于企业这块；居民部分由于授信标准更为严格以及个人的无限责任，最终由银行承担损失的规模较小。
- **背负银行和民间双重贷款的企业经营风险：**部分中小企业老板跑路不等同于银行贷款质量受损，1) 需要到民间借贷市场融资的，大多是从银行拿不到贷款；2) 能从银行得到贷款的，其民间借贷需求很大部分也只是过桥贷款（新的银行贷款额度还没批下来，暂时从民间借贷市场借入短期资金，等到银行贷款放出来后即可偿还民间借款）。**房地产泡沫破裂冲击风险：**高利贷资金链的断裂是房地产泡沫破裂前的声音。尽管最先出现的温州的高利贷资金断裂在浙江，但这个金融的链条将会逐步把全国的大中城市串起来，最后形成整个行业的洗牌。
- **受民间借贷资金链断裂冲击正常生产经营企业：**当前的民间借贷风险实质上是流动性风险，我们无法排除流动性风险进一步扩大化对正常生产经营企业的冲击进而影响银行贷款质量的风险。

民间借贷后续如何演变

- **对于民间借贷的问题，我们认为当前媒体报道及许多投资者过于负面，且将民间借贷与高利贷问题混为一谈了。**传统民间借贷规模较高利贷规模大许多，当前出现问题的，多为高利贷问题；而传统民间借贷在当前并未出现普遍意义上的逃债情况。
- **我们认为当前民间借贷的风险实质上还是流动性问题，而流动性的问题的实质优势信心问题，因而我们认为民间借贷市场信心没有崩溃，资金的流转能够持续，那么我们不认为当前的流动性风险会进一步扩大。**但如果当前银行抽贷，压贷的情形进一步严重，以及流动性状况持续恶化，我们不排除在今年年底及明年年初出现更多高利贷及民间借贷资金出问题的可能。
- **然而，庆幸的是，我们看到了浙江及温州地方政府对于该问题的重视，我们暂且不谈论这类措施是否符合市场规律，但我们认为这类措施有助于民间借贷及高利贷问题的软着陆，而不是资金流的突然断裂，因为流动性危机实质是信心危机，这类措施对于稳定信心是有帮助的。**
 - 近日温州市政府要求银行“确保小企业贷款增速高于贷款平均增速,对中小企业不抽贷、不压贷”、“加大对中小企业的信贷资金倾斜”、“确保实现年初确定新增贷款 1000 亿元人民币的目标”提供了一个可行的解决办法；
 - 中国地方政府自主发债试点首单将花落浙江，据证券时报报导称,浙江省 2011 年地方政府债券发行规模为 80 亿元（其中计划单列市宁波 13 亿元），将全额用于市县,且企业和个人投资的利息所得不征所得税。

图表 14: 温州各部门针对民间借贷问题采取的措施

部门	内容	时间
温州市政府	发布《关于稳定规范金融秩序促进经济转型发展的意见》，要求银行业机构加大信贷倾斜，“不抽资、不压贷”，确保年初新增贷款1000亿目标；拟申报温州为金融综合改革试验区。	9.30
温州民间资本投资服务中心	调拨2亿元重组引导基金	10.01
浙江银监局	“三严格、四鼓励、五禁止、八项措施”系列差异化监管措施	10.01
温州市财政地税系统	出台17条财政新规，帮助企业解决目前在融资、整合重组、项目投资方面的困难与问题。	10.11
温州市公安局	推出了“坚决查处有债务危机的企业主和非法集资人员逃匿行为”等10项措施	10.14
温州中小企业促进会	一个月内组建一只规模为2亿的中小企业自助基金	10.14

来源：国金证券研究所

- 根本上讲，当前民间借贷的风险最终的影响程度在于经济是否存在系统性风险。流动性风险可以通过外部补血，维持市场信心进行管理，但如果企业自身经营状况没有好转，自身造血功能没有恢复和增长；那么当前解决流动性风险的措施不过是将风险延后，而这种延后将导致未来累积的风险更大。因而，我们认为小企业经营现状和未来的问题是民间借贷未来发展的根本问题。

中小企业经营现状

- 我们不排除出现小企业倒闭的可能，但我们认为更应该将其放置于整体产业结构调整及产业机构转移的大框架之中进行分析。我们于节前到杭州对中小企业经营状况及江浙地区特别是温州民间借贷的情况进行了草根调研。此次调研我们感受，当前中小企业经营状况较此前6月底调研是更为困难，而这种困难的原因在于：
 - 当前中小企业资金获取的难度较当时更大。今年上半年，浙江月均新增人民币贷款572亿左右，而7-8月月均新增仅为350亿左右，其中短期贷款上半年月均新增460亿左右，而7-8月仅有270左右；温州上半年月均新增贷款78亿左右，7-8月月均新增仅为40亿左右，其中短期贷款上半年月均80亿左右，7-8月月均仅有47亿左右。
 - 需求的下滑已经体现出来。6月底我们调研是体会是，今年企业经营的压力主要源于成本的上升，包括原材料，资金和劳动力成本，但需求依然较为稳定，这是与08年需求的消失最大的区别，但是我们这次调研中，明显的体会到小企业主反馈需求特别是出口需求的下滑较为明显。
- 此次调研中我们还体会到，中小企业经营状况的分化也进一步加剧。体现在两个方面：
 - 财务压力方面：没有负债的企业，虽然当前需求下降，但经营依然较为稳定；存在负债的企业则存在债务续期的压力，同时目前的财务成本也较6月底出现上升，而压力最大的存在融资需求缺口的企业，这类企业我们预计到年底资金流压力会更大。
 - 行业分化较6月底更为严重。
- 国务院出台中小企业扶持政策“国九条”，定向宽松缓解中小企业资产质量担忧。新点不多，主要是对之前银监会系列政策的重申和此前财政优惠政策期限的延长，但此次会议将应对小企业经营困难问题提升到国务院高度，显示出一定的政策微调信号。
 - 金融支持：1) “两个不低于”和差异化监管政策在今年“银十条”中已有表述，并不是新增内容，不同之处在于政策从银监会层面上升到国务院层面；2) 禁止收取不合理的金融服务费用，本质上是要压低小企业的资金价格，但同时也降低了小企业贷款对银行的吸引力。

- **财税支持：**增值税和营业税起征点的提高以及所得税减半征收政策期限延长和范围扩大，有利于改善小企业过高的税费负担，增加留存收益，缓解资金压力，提高抗系统性风险能力。

图表 15：国务院出台金融财税支持小型微型企业发展措施

		内容
金融支持	加大信贷支持	银行业金融机构对小型微型企业贷款的增速不低于全部贷款平均增速，增量高于上年同期水平，对达到要求的小金融机构继续执行较低存款准备金率。商业银行重点加大对单户授信500万元以下小型微型企业的信贷支持。
	清理纠正不合理收费	除银团贷款外，禁止商业银行对小型微型企业贷款收取承诺费、资金管理费。严格限制商业银行向小型微型企业收取财务顾问费、咨询费等费用。
	拓宽融资渠道	逐步扩大小型微型企业集合票据、集合债券、短期融资券发行规模，积极稳妥发展私募股权投资和创业投资等融资工具。积极发展小型微型企业贷款保证保险和信用保险。
	细化差异化监管政策	对小微企业贷款余额和客户数量超过一定比例的商业银行放宽机构准入限制，允许其批量筹建同城支行和专营机构网点。对商业银行发行金融债所对应的单户500万元以下的小型微型企业贷款，在计算存贷比时可不纳入考核范围。允许商业银行将单户授信500万元以下的小型微型企业贷款视同零售贷款计算风险权重。适当提高小微企业不良率容忍度。
	促进小金融机构改革与发展	强化小金融机构重点服务小型微型企业、社区、居民和“三农”的市场定位。在审慎监管的基础上促进农村新型金融机构组建工作，引导小金融机构增加服务网点，向辖内县域和乡镇地区延伸机构。
	促进民间借贷健康发展	有效遏制民间借贷高利贷化倾向，依法打击非法集资、金融传销等违法活动。严格监管，禁止金融从业人员参与民间借贷。对小型微型企业的金融支持，要按照市场原则进行，减少行政干预，防范信用风险和道德风险。
财税支持	加大税收扶持力度	提高小型微型企业增值税和营业税起征点。将小型微利企业减半征收企业所得税政策，延长至2015年底并扩大范围。将符合条件的国家中小企业公共技术服务示范平台纳入科技开发用品进口税收优惠政策范围。
	支持加强金融服务	对金融机构向小型微型企业贷款合同三年内免征印花税。将金融企业中小企业贷款损失准备金税前扣除政策延长至2013年底。将符合条件的农村金融机构金融保险收入减按3%征收营业税的政策，延长至2015年底。
	扩大中小企业专项资金规模	更多运用间接方式扶持小型微型企业。进一步清理取消和减免部分涉企收费。

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其它人，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其它投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B