

[Table_MarketRank]

行业名称

[Table_Industry]



银行业

2012 年银行业策略

——春风拂槛露华浓

评级 (推荐)

2011 年 11 月 20 日

[Table_Profit]

重点公司

重点公司	2011E	2012E	评级
招商银行	1.65	2.11	强烈推荐
华夏银行	1.23	1.62	强烈推荐
南京银行	1.04	1.32	强烈推荐
民生银行	1.03	1.22	推荐

[Table_Report]

相关报告

《总有云开日出时》，2010 年 12 月 1 日

《子规夜班犹啼血 不信东风唤不回》，2011 年 3 月 28 日

《和当共剪西窗烛 却话巴山夜雨时》，2011 年 6 月 16 日

[Table_Author]

E-mail:wuwei@xyzq.com.

张忆东 021-38565833

S0190510110012

傅慧芳 021-38565915

E-mail:fuhf@xyzq.com.

投资要点

- 本文首先梳理了银行业自 2006 年以来获得市场超额收益的历程，指出了银行股可能获得超额收益的背景和时段并勾勒出了我们的 2012 年银行业投资时钟。通过分析历史数据，我们得出自 2008 年以来银行股的超额收益行情主要集中于每年的 4—6 月，这与银行股上涨所需要的业绩明朗以及流动性支撑密切相关。而基于对 2012 年银行经营宏观背景的判断，我们提出了按照“息差驱动、安全性驱动、消费属性驱动”的银行业 2012 年投资时钟。
- 随后我们分析了银行股 2011 年估值状况：在银行股超低仓位，平台贷款和新资本管理办法逐渐明朗以及股权融资受限的背景下，银行股估值折价得到了明显的改善。2011 年以来，由于机构在银行股的低仓位操作，使得其再也无法成为支持中小盘股的资金仓库；平台贷款和新资本管理办法的出台也消除了投资者的疑虑；而在当前的估值水平也有效地遏制了银行股的融资冲动，银行股的估值底部基本确认。
- 根据银行业的经营特性和业绩增长方式，我们整理出了银行业的业绩驱动图谱。通过对这一图谱中各因素的分析，我们得出银行业 2012 年业绩依然可以实现超过 20% 增长的判断。在逐一分析了规模变量、净息差走势、非利息收入增长、业务及管理费用、资产减值费用、银行税费六大驱动因素后，我们给出了 2012 年银行业全年业绩指标预测。
- 本文的最后一部分，我们讨论了市场关注度较高的 2012 年资金供需关系、银行股利润增长的真实驱动以及不同不良率假设资本充足率的变化三个问题。对于 2012 年的资金供需情况，我们测算出了在 GDP 增速 8.5%，CPI 下降到 4% 以及固定资产投资增速维持在 20% 的背景下，信贷实际需求；对于银行股利润的真实驱动，我们拆分了依靠内生的利润增长和依靠再融资的利润增长在的结构比例，从而展示了银行利润的形成的真正驱动。
- 按照我们的 2012 年银行股投资时钟，在一季度建议投资者关注高息差弹性的华夏银行、民生银行、招商银行和兴业银行；在二、三季度推荐低估值的工商银行、民生银行、南京银行；并在三、四季度推荐受益于通胀下行的南京银行以及配股完成后的招商银行。

目 录

1、	春风拂面杨柳风——银行股投资时钟.....	- 8 -
1.1	银行何时能够获得超额收益.....	- 8 -
1.2	何时应该规避银行股投资.....	- 9 -
1.3	对明年行业配置的判断.....	- 10 -
2、	昨日黄花去，今朝燕归来——估值篇.....	- 12 -
2.1	2011 年银行股的估值表现.....	- 12 -
2.2	2012 年银行股估值改善的逻辑.....	- 14 -
3、	云想衣裳花想容，春风拂槛露华浓——业绩篇 - 15	-
3.1	银行股业绩驱动图谱.....	- 15 -
3.2	关于生息资产规模的判定.....	- 16 -
3.3	关于净息差走势的判定.....	- 16 -
3.3	关于手续费净收入的判定.....	- 17 -
3.4	关于投资净收益、汇兑净收益以及公允价值变动净收益的判定.....	- 18 -
3.5	关于营业税及附加的判定.....	- 19 -
3.5	关于业务及管理费用的判定.....	- 19 -
3.6	关于资产减值费用的判定.....	- 20 -
3.7	关于所得税费用的判定.....	- 20 -
3.8	关于 2012 年银行股业绩的最终判断.....	- 21 -
4、	关于市场比较关心的几个问题的探讨.....	- 23 -
4.1	关于 2012 年信贷供需的思考.....	- 23 -
4.2	关于银行股利润真实驱动的思考.....	- 25 -

图 表 目 录

图 1、银行股对上证指数的溢折价情况.....	- 4 -
图 2、银行股超额收益与信贷投放的关系.....	- 5 -
图 3、上证综指估值水平持续下行.....	- 6 -
图 4、中小板综指估值水平仍然较高.....	- 6 -
图 5、2012 年银行股投资时钟.....	- 7 -
图 6、银行股市盈率被动下滑于业绩增长.....	- 8 -
图 7、银行股市净率水平基本确定底部区域.....	- 8 -
图 8、银行股业绩驱动图谱.....	- 11 -
图 9、CPI 对净息差具有先导性.....	- 13 -
图 10、我国 CPI 水平将会高位回落.....	- 13 -
图 11、银行手续费收入与居民用卡密切相关.....	- 14 -
图 12、承销收入代表手续费收入未来方向.....	- 14 -
图 13、公允价值与投资存在一定的负向关系.....	- 15 -
图 14、汇兑损益在汇率大幅变动时产生损失.....	- 15 -
图 15、近两年减值费用与不良余额走势背离.....	- 16 -
图 16、企业经营形势仍然处于平稳状态.....	- 16 -
表 1、上市银行 2010 年融资情况.....	- 9 -
表 2、上市银行 2011 年融资情况.....	- 9 -
表 3、上市银行 2012 年 1 季度息差预测.....	- 12 -
表 4、上市银行 2012 年资产负债情况预测.....	- 17 -
表 5、上市银行 2012 年利润情况预测.....	- 17 -
表 6、短期贷款的测算情况.....	- 19 -
表 7、中场期贷款的测算情况.....	- 19 -
表 8、关于 2012 年信贷需求的测算.....	- 20 -
表 9、浦发银行历年融资与分配情况.....	- 21 -
表 10、民生银行历年融资与分配情况.....	- 21 -
表 11、招商银行历年融资与分配情况.....	- 22 -
表 12、华夏银行历年融资与分配情况.....	- 22 -
表 13、各银行所有者权益构成拆分.....	- 23 -

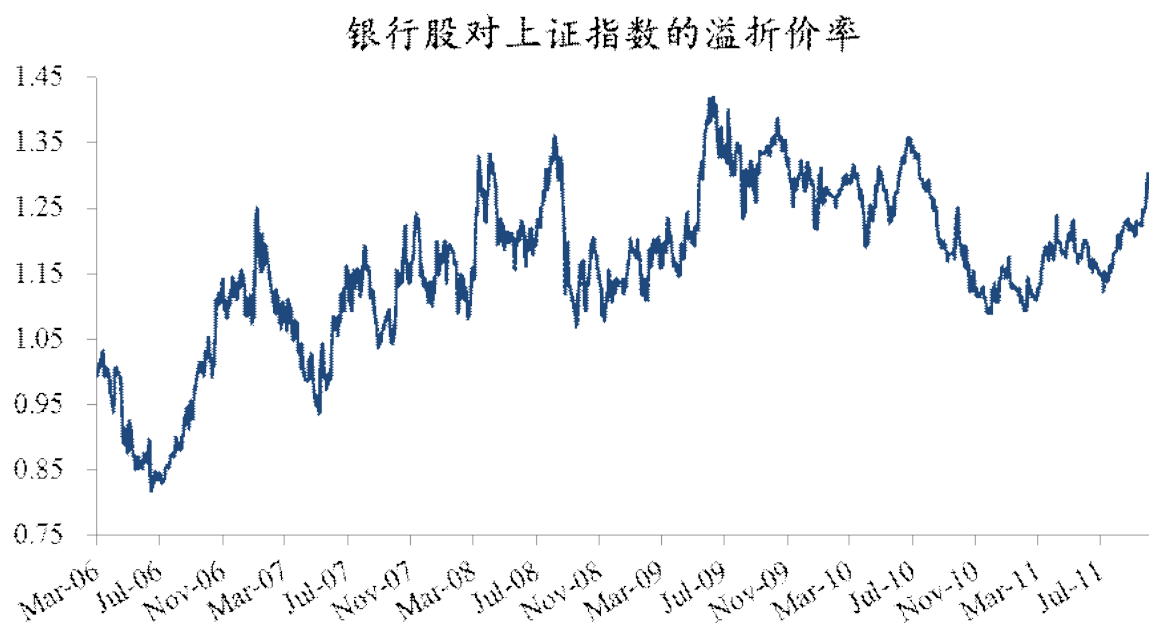
1、 春风拂面杨柳风——银行股投资时钟

在经历了 2010 年银行股最为失意的幽怨后,2011 年银行股走势有如我们 2011 年年度策略《总有云开日出时》所述,出现了符合理性的价值回归路径。在大盘一路下跌的背景下,银行股由于强劲的业绩表现以及明显的安全边际,成功地走出了持续地相对收益行情,并以正收益的表现位列板块涨幅榜第二的位置。

正如我们去年年度策略所指出的,银行股的超额收益一般集中于每年 4 至 7 月,9 至 11 月,这背后的主要原因:一是因为银行业持续地良好业绩表现在 4 月的年报、一季报披露期以及 10 月的三季报披露期得以证实;二是流动性相对宽松背景下,大市值的银行才具备上涨的动力。一般来说,通过一季度的信贷投放,相当一部分的资金会流向与资本市场相关的领域,市场也会在资金支持的背景下演绎出银行股的超额收益行情。

当然,今年属于流动性持续收缩的背景下,在这一紧缩条件下,银行股相对收益行情的演绎也要依靠于其跌无可跌的估值水平。在流动性枯竭,扼杀估值的过程中,银行股成为了最安全的避风港。

图 1、银行股对上证指数的溢折价情况



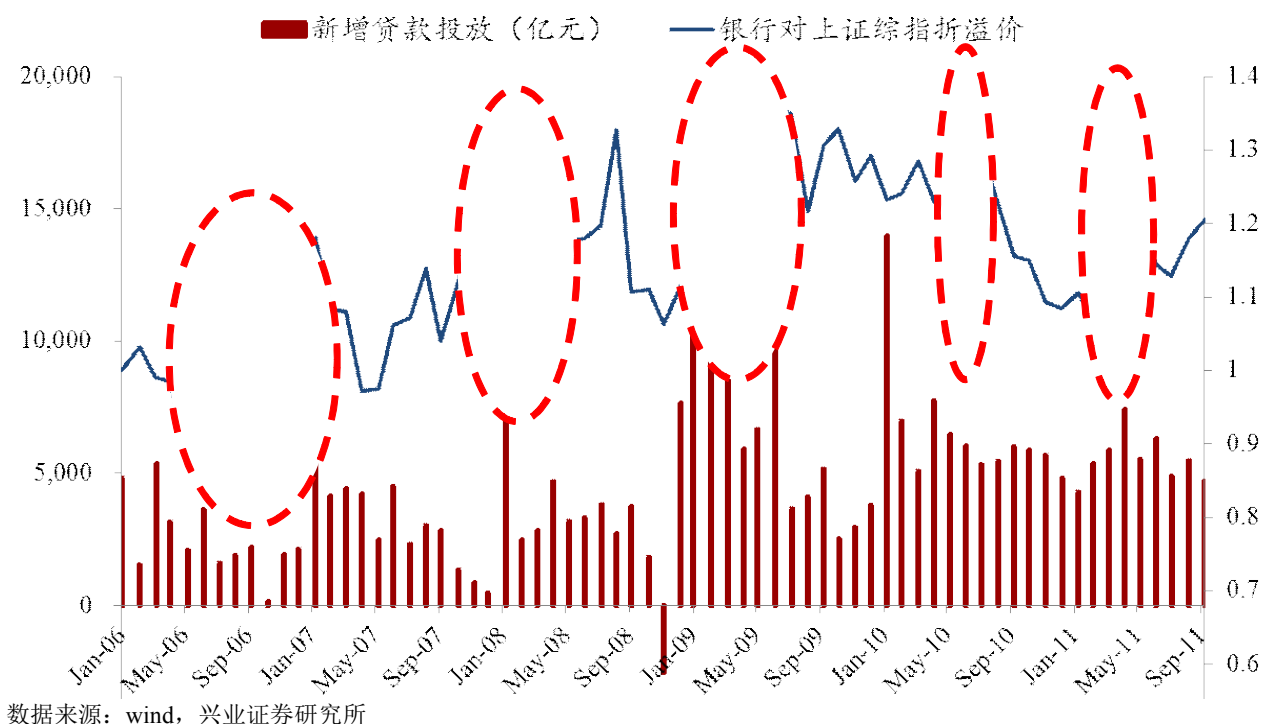
数据来源: wind, 兴业证券研究所

1.1 银行何时能够获得超额收益

从图 2 中我们可以看出银行业获得超额收益的时间段主要是 2006 年 7 月到 2007 年 1 月, 2007 年 6 月到 8 月, 2007 年 10 月到 11 月, 2008 年 3 月到 4 月, **2009 年 4 月到 7 月, 2010 年 4 月到 7 月, 2011 年 3 月到 6 月、8 月到 10 月**。我们可以将银行股的超额收益行情以时间为基准分为两类, 一类是 2008 年之前, 当时可流通股票的股数占比相对处于较低的水平, 由于股改制度红利的驱动, 银行

股在 2006 年和 2007 年都存在分布于全年的行情；而进入 2008 年后，由于可流通股股数的持续上升，银行股已经很难再一次产生全年分布性的行情了，我们看到从 2008 年到 2011 年，银行股的超额收益行情大多处于二、三季度，这背后的原因在于在流动性相对不足的情况下，银行股的行情爆发需要市场的资金环境提供支持，而 4 月和 8 月的定期报告期也为银行股投资提供了切实的价值依据。一般来说，**通过一季度的信贷投放**，相当一部分的资金会流向与资本市场相关的领域，市场也会在资金支持的背景下演绎出银行股的超额收益行情。

图 2、银行股超额收益与信贷投放的关系



1.2 何时应该规避银行股投资

银行股的规避主要发生于这样两种情况下，一是降息周期过程中，在这种情况下由于“存款有息”的要求，活期存款很难与贷款同比例下降，这就造成了银行存贷息差的负面影响，同时，降息往往由经济下滑引出，经济的下滑又必然对银行信贷资产的质量带来压力，在这双重桎梏下，银行股必然面临跑输大盘的局面。

二是小盘股、题材股爆发的阶段，主要时间段为 2007 年 2 月至 5 月，2009 年 8 月到 2010 年 4 月以及 2010 年 7 月到 2011 年 2 月。对于 2009 年下半年和 2010 年以来的中小盘股票的疯狂，今年一年的调整使得其估值水平得到了显著地理性回归，但是与大盘持续创出新低的股指表现相比仍然有一定的风险，我们判断 2012 年经济很难出现大幅改善的环境下，没有业绩支撑的小盘股想再次上演“梦想有多远 我们就能走多远”的希冀很难成型。

图 3、上证综指估值水平持续下行



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 4、中小板综指估值水平仍然较高



数据来源：wind，兴业证券研究所

从上图中我们可以看出中小板市盈率虽然已经回到了历史均值附近，但是与之对应的大盘估值更是一路下行。在 2012 年这个社会经济状况很难出现大幅增长，货币政策也依然保持稳定的假设条件下，依靠资金和概念推动的中小盘股仍然缺少嬉戏的土壤。

1.3 对明年行业配置的判断

总体来说，我们预计明年的资金面仍将偏紧，7 万亿至 7.5 万亿的信贷投放规模将会是大概率事件。在这样的背景下，银行股的选择更多地反映了我们对经济走势的判断。

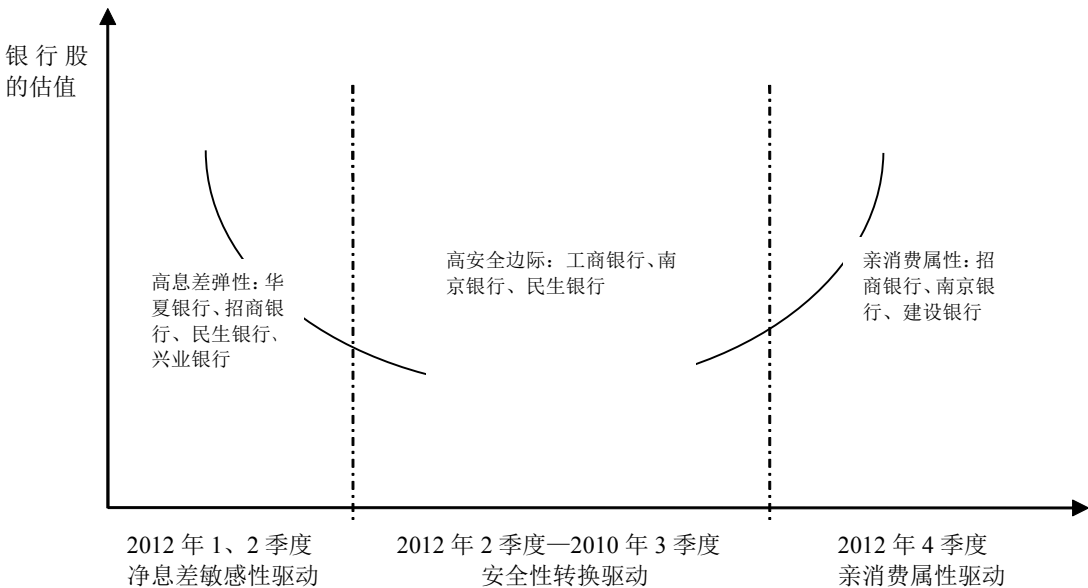
首先，我们认为明年一季度由于贷款重定价的开启以及新增贷款定价考核的加紧，银行业整体的净息差水平仍将持续提升。而本轮息差的高点大概率会在明年一、二季度显现，因此，我们仍然持续看好截至明年一季报披露前银行股绝对收益的表现，并提示投资者关注业绩对息差走势最为敏感的华夏银行、招商银行、民生银行以及兴业银行在一季度板块内超额收益的可能性。

经过 2011 年息差走势的持续提升，我们认为明年一季度的息差同比增速将呈现出本轮加息周期中的最高增幅，预计将会超过 10% 以上，加之规模 13% 以上的增长，我们判断一季度行业利润将会超过 25%，在目前的各板块中仍然优势明显。

在一、二季度高弹性银行股的超额收益实现后，我们认为银行板块内的关注点可能会向估值安全性转移。在信贷质量和经济增长变缓的背景下，我们建议投资者关注低估值的银行品种，这包括工商银行、南京银行、民生银行。

最终我们预计本轮的通胀将在明年四季度基本得到有效解决，债券占比较高的银行以及非利息收入占比较高的银行将在这一背景下具有相对收益，在这一阶段我们看好招商银行、南京银行、建设银行，特别是招商银行在配股完成之后其资本再生能力的创新型盈利模式的持续显现，将为其再次实现估值溢价提供强大的支撑。

图 5、2012 年银行股投资时钟



数据来源: 兴业证券研究所

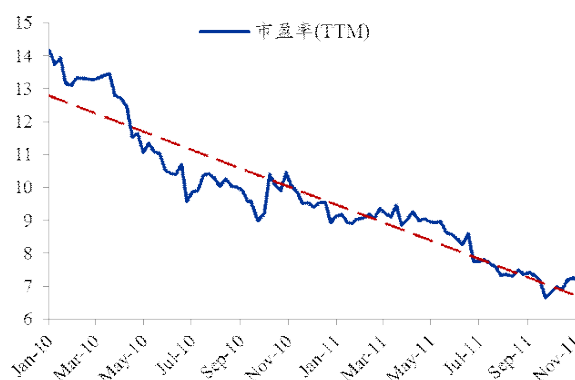
2、 昨日黄花去，今朝燕归来——估值篇

2.1 2011 年银行股的估值表现

从年初至 2011 年 11 月 18 日，中信银行业指数在 29 个行业涨跌幅中排名 2 位，仅低于中信食品饮料指数，全年仅-3.2%的收益状况也使得银行股成为今年股权投资领域的安全港湾。今年银行股的估值下降完全来源于市场总体走势的疲软，如果从银行股与剔除银行股后沪深 300 的折价情况来看，银行股甚至出现了一定的估值修复。

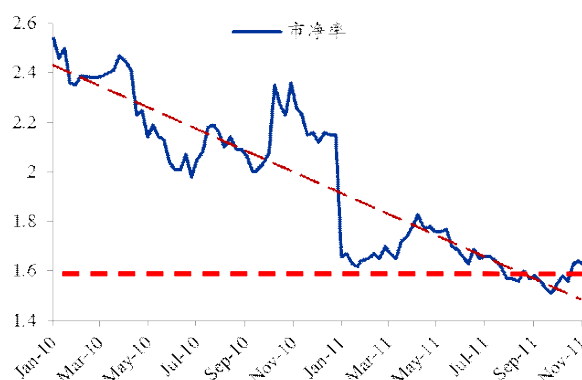
通过分析银行股 2011 年的估值表现，我们可以发现银行股的估值从年初以来呈现出下滑确实，但是主要原因是业绩增长所带来的被动下降所致。全行业从年初的 9.13 倍市盈率（TTM）下降到目前 7.18 倍市盈率（TTM），**市净率从 1.66 下降到 1.63 的水平**，可以说市净率水平已经下降到了银行业是否拥有再融资能力的**底线水平**。如果比较银行股和剔除银行股的沪深 300 的估值折价情况，我们则会发现银行股的折价情况得到了明显的好转，未来进一步下滑的空间已经不大。

图 6、银行股市盈率被动下滑于业绩增长



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 7、银行股市净率水平基本确定底部区域



数据来源：wind，兴业证券研究所

对于 2011 年度银行股估值状况，我们认为主要有如下三方面的原因：

首先，2010 年被市场演绎过度的电力设备、计算机、医药、电子等板块其业绩并没有能够达到甚至接近市场的预期，在业绩持续下滑的背景下，其动则四五十倍的高市盈率终于如镜花水月般遭到了理性的回归；而紧缩的货币环境也使得中小市值企业遭受到了资金成本不能承受之重，使得曾经如火如荼的中小板行情嘎然而止；

正如我们在 2011 年年度策略所指出的，在部分基金“宁在新××中哭泣，也不愿在银行股上欢笑”的畸形心态下，机构投资者的银行股持仓在去年四季度达到了历史底线，大部分仅仅持仓 5%—7%，于是在今年以来无论大家对市场如何悲观，甚至是资本充足率新规出台时，基金可以减仓银行的力度也是乏善可陈。对一个盈利增速超过 30%，市盈率不足 7 倍的行业，市场的认知终于在今年 9 月份得到了反转，我们判断截至 10 月末，各家机构的银行持仓已经回升到了 10% 左右的水平，未来继续增加持仓比例的空间仍然存在。

其次，今年以来无论是政府融资平台贷款政策的落实，还是新资本管理办法的出台都基本符合市场的预期，甚至好于此前过于悲观的估计，这也是我们一直

以来所强调的“开窗理论”的缘由。¹我们认为目前中国银行业的监管体系已经基本达到了“人无我有 人有我严”的较高标准，未来框架性的超预期监管很难在短期内出现，未来更多的是落实既有监管体系的具体细则，我们认为具体条款的出台仍然会给市场一些惊喜，银行股的估值也会由于这些惊喜而出现些许的躁动。

最后，今年由于要为两大保险公司 IPO 让路，银行股 IPO 项目颗粒无收，对于投行来说可谓是“此恨绵绵无绝期”，但对二级市场投资者来说未必不是意外之喜。在市场供给基本停滞的背景下，整个板块被稀释的可能性很低。（当然这也要感谢我们二级市场投资者给予银行业 1.3 倍的 2011 年 PB 估值的有力支持，试想哪个大股东会愿意以 1.2 倍的价格拱手相让稀缺的银行牌照，发金融债岂不更为逍遥。）

表 1、上市银行 2010 年融资情况

	融资方式	实施时间	融资金额
工行	次级债	9 月	220
工行	配股	11月	450
农行	IPO	7 月	1502
中行	可转债	6 月	400
中行	配股	11月、12月（H 股）	600
建行	配股	11月	617
交行	配股	6 月	328
招行	配股	3 月	216
中信	次级债	5 月	165
民生	次级债	6 月	58
兴业	配股	6 月	177
深发展A	定向增发	6 月	69
浦发	定向增发	10 月	395
光大	IPO	8 月	189
南京	配股	11月	50
合计			5436（4593）

数据来源：公司定期报告，兴业证券研究所

表 2、上市银行 2011 年融资情况

	融资方式	实施时间	融资金额
民生	次级债	3 月	100
深发展 A	金融债	4 月	36.5
华夏	定向增发	4 月	201
中行	次级债	5 月	320
工行	次级债	6 月	380
农行	次级债	6 月	500
兴业	次级债	6 月	100
中信	配股	7 月	175
深发展 A	定向增发	7 月	291
交行	次级债	10 月	260
民生	金融债	获银监会批准	500

¹鲁老先生曾经在《无声的中国》中说过这么一段话“中国人的性情是总喜欢调和，折中的。譬如你说，这屋子太暗，须在这里开一个窗，大家一定不允许的。但如果你主张拆掉屋顶，他们就会来调和，愿意开窗了。没有更激烈的主张，他们总连平和的改革也不肯行。”84 年过去了，这惟妙惟肖的盛景仍然在我们生活中时时上演。

南京	次级债	获银监会/央行批准	45
合计			2908.5 (667)

数据来源：公司定期报告，兴业证券研究所

2.2 2012 年银行股估值改善的逻辑

在经历了 2010 年“春风不入玉门关”的幽怨后，2011 年“一阳旋复增寿考”的惊喜后，2012 年度银行业估值将会怎样表现呢。我们判断 2012 年银行股的估值将会呈现出“春风拂槛露华浓”的妩媚，在 IPO 发行收到约束的背景下，我们看不到 1.1 倍的 2012 年行业 PB 估值会给我们带来什么样的风险。同时，对于估值改善的积极因素仍然存在：

首先，目前机构投资者对银行股投资的配置占比仍然很低，与银行业接近 23% 的市值占比相比，仅仅 8%—10% 的机构持仓占比仍有提升的空间。特别是对于保险资金在银行业，特别是大型银行分红付息率超过 5.5% 的背景下，提高银行股投资占比无疑是更加符合合理性的选择。同时，保险公司对银行渠道的依赖，也使得无论是定向增发还是 IPO 融资，保险的参与热情都会得到保障。

其次，我们认为压制银行股估值的不良贷款问题和利率市场化问题，仍然会按照我们 2011 年度策略所分析的那样逐步得到缓解。特别是对不良贷款的担忧，我们在专题分析报告《关于不良率变动的思考》中已经有所探讨，10 月末以来超预期的流动性结构性放松，也证实了我们的判断，不良贷款率上升的担忧基本可以在明年得到有效地缓和。同时，关于利率市场化的判断，我们从资本再生能力的角度已经给出了其下降底线，况且在利率套期保值市场还未建立，存款保险制度尚未讨论的背景下就担心利率市场化的展开，确实有些思虑过度的嫌疑。

最后，我们认为目前的市场估值极大地限制了银行业 IPO 上市的可能性，从长期来看这是一种不健康的状况。即使从建立和完善多层次金融市场的角度，未来银行股重新获得 IPO 资质是大概率事件，那么为了平衡银行牌照既有股东和市场新参与者的利害，我们认为类似汇金增持这样的信号性行为仍会发生。

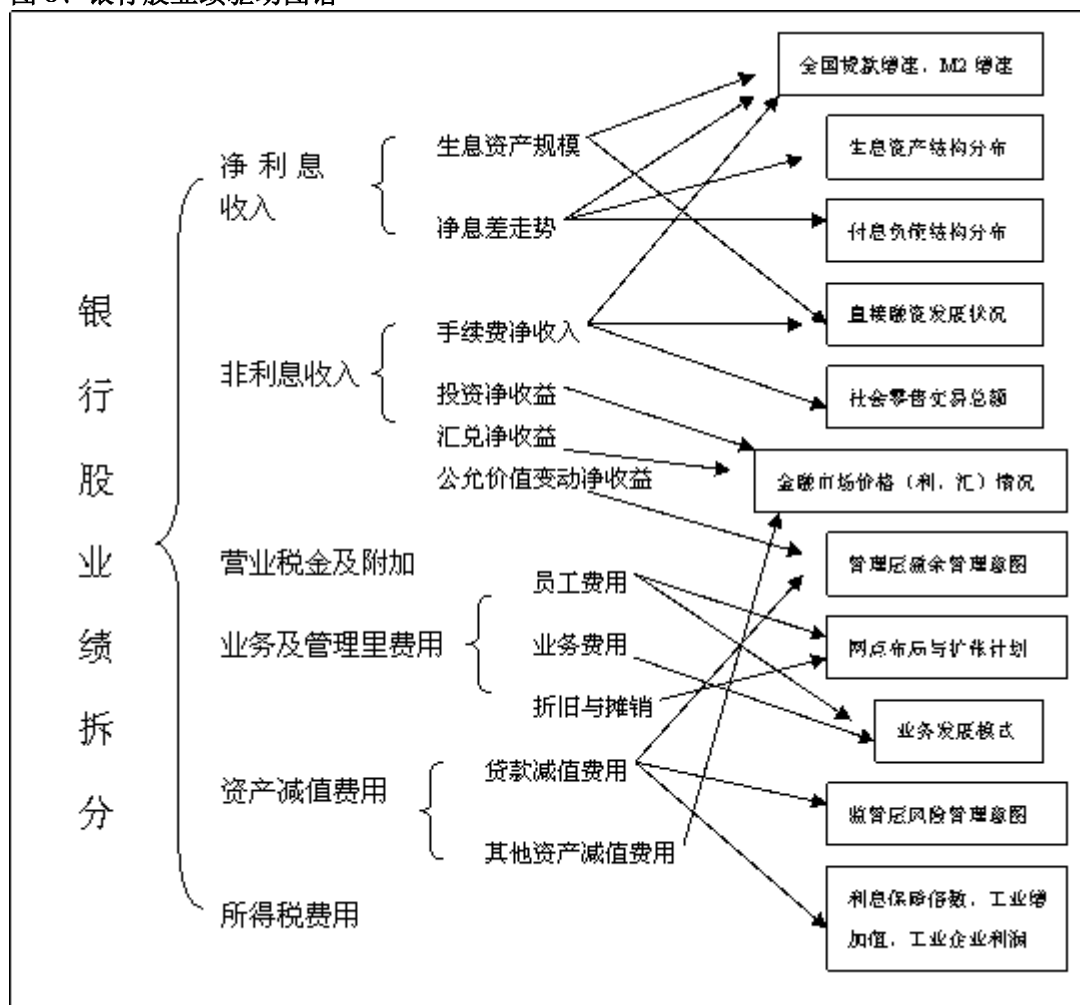
综上所述，我们认为银行股目前 1.3 倍的 2011 年市净率（预测）已经成为了银行股未来 2—3 年的估值底线，随着 2012 年银行业业绩的继续实现以及市场所担心的银行股信用风险的逐步释放，银行股整体 PB 估值回复到 1.3—1.5 倍的合理水平的概率较大。

3、云想衣裳花想容，春风拂槛露华浓——业绩篇

3.1 银行股业绩驱动图谱

银行股的业绩主要由净利息收入、非利息收入、营业税金及附加、业务及管理费、资产减值费用以及所得税六大驱动因素。其中，净利息收入主要取决于生息资产规模和净息差的走势；非利息收入主要分为预测性较强的手续费净收入和更多地依赖银行内部盈余管理以及金融市场交易情景的投资净收益、汇兑净收益和公允价值变动净收益；营业税金及附加主要与营业收入相关，直接基于前两者的准确预测；业务及管理费用则表明了各家银行的发展思路和当前状况，其核心构成为员工费用和业务费用；资产减值费用的可调节性最强，是上市银行实施业绩管理的关键，相对于季度提取的波动性，我们认为作为全年信用成本的载体，其合理中枢将由管理层与监管层共同影响；所得税费用的比例基本稳定，主要取决于公司非应税类固定收益类投资的比例，该比例一般保持相对稳定。

图 8、银行股业绩驱动图谱



3.2 关于生息资产规模的判定

升息资产规模的判定在六大驱动因素中最为基础，同时预测的相对准确性也较高。在货币乘数（从长期看主要与交易习惯有关）保持基本稳定的前提下，国务院与货币管理当局对每年 M2 指标的判断可以成为重要依据。而在这个指导指标协商一致之前，我们可以用预测的实际 GDP 增长率与预测的 CPI 简单相加，经过一定的修正后获得这一参数。这一修正值主要取决于预测人员对实体经济对信贷货币的依赖而进行判断，如果实体经济对信贷依赖较高则修正值就较高，反之则较低。我们一般掌握的修正值在 2—4 之间。

同时，直接融资的发展也会在很大程度上影响升息资产的规模，但是我们必须指出，直接融资的发展并不一定意味着生息资产规模的下降，甚至在某些情况下，直接融资的发展还会增加生息资产的规模，这主要决定于贷款引致存款的效果。

我们认为明年 M2 的增长目标将设定在 13%—15% 之间，与之相对应的信贷投放将会在 7.2—7.8 万亿之间，增长率在 13.3% 至 14.4% 之间。通过历史比较，我们得出上市银行生息资产同比增长率与 M2 增长率基本保持一致的判断，从而使得我们首先确定了银行业绩实现的基础。

3.3 关于净息差走势的判定

目前市场对银行业明年净息差的判断的分歧主要集中于是否于一季度见顶，我们的判断是行业大概率会在明年一季度贷款重定价后达到顶部，但是部分银行的息差水平仍然具有上行空间，这也是我们所一直强调的银行股未来走势分化的逻辑之一。

我们认为明年一季度按揭贷款的重定价行为将会使得各家银行的净息差一次性提升 5—10 个 bp，而未来七折利率按揭贷款到期以及对中小企业授信占比的提升也会带来结构性息差提升的机会。但是，我们认为行业息差在一、二季度见顶的可能性较高，全年总体息差仍然会比 2011 年提升 8—10 个 bp。而同业市场和债券投资的收益率水平都存在下降的压力，但是也不能排除上市银行通过做高周转率，提高净利息收入的可能性。

综上所述，我们认为 2012 年全年的净息差仍然会比 2011 年出现一定的上升，幅度在 7、8 个 bp 左右，同比增速在 2.5%—3% 之间。

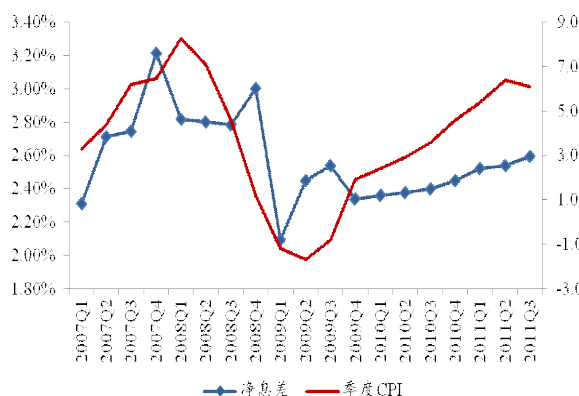
表 3、上市银行 2012 年 1 季度息差预测

	2011_Q1	2011_Q2	2011_Q3	按揭占比	2012_Q1E	息差增速预测
工行	2.51%	2.49%	2.52%	15.45%	2.64%	5.01%

建行	2.64%	2.62%	2.69%	20.09%	2.84%	7.60%
中行	2.05%	2.07%	2.06%	19.04%	2.20%	7.45%
农行	2.71%	2.71%	2.80%	15.35%	2.92%	7.57%
交行	2.41%	2.48%	2.51%	13.63%	2.61%	8.39%
招商	2.85%	2.87%	3.08%	19.70%	3.23%	13.25%
中信	2.75%	2.85%	3.08%	12.60%	3.17%	15.44%
浦发	2.46%	2.52%	2.56%	17.09%	2.69%	9.28%
民生	2.88%	3.19%	3.34%	7.74%	3.40%	17.99%
兴业	2.12%	2.53%	2.52%	19.10%	2.66%	25.63%
华夏	3.61%	2.73%	2.92%	8.67%	2.99%	-17.31%
光大	2.49%	2.45%	2.60%	20.70%	2.76%	10.65%
深发展	2.79%	2.69%	2.31%	24.99%	2.50%	-10.49%
北京	2.29%	2.36%	2.34%	12.05%	2.43%	6.13%
南京	2.56%	2.61%	2.49%	12.33%	2.58%	0.88%
宁波	2.25%	2.44%	2.99%	14.20%	3.10%	37.62%

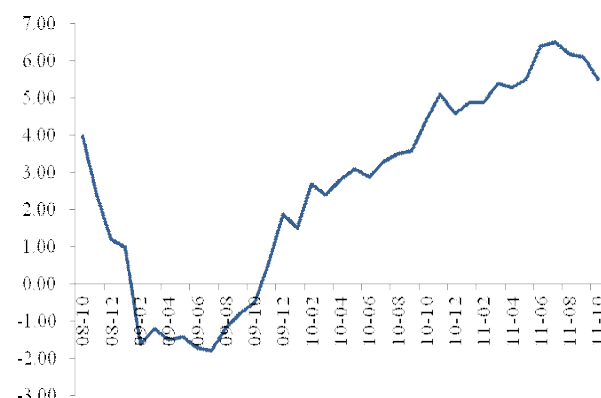
数据来源：公司定期报告，业证券研究所

图 9、CPI 对净息差具有先导性



数据来源：公司定期报告，兴业证券研究所

图 10、我国 CPI 水平将会高位回落



数据来源：公司定期报告，兴业证券研究所

3.3 关于手续费净收入的判定

手续费净收入属于非利息收入中发展最为稳定的一部分，主要可以分为与支付结算情况、居民消费状况以及用卡习惯相关的银行卡、支付结算和代理业务类手续费收入；与信贷额度松紧以及创新性间接融资工具相关的咨询与顾问费收入和额度管理费类收入；与直接融资市场发展相关的投行类手续费收入。

关于银行卡、支付结算和代理业务类手续费收入是最为原始的手续费收入构成，这一部分手续费完全不占用银行资本，本质上是银行渠道网点和支付结算系统范围经济效应的体现。这一部分的手续费收入增长与整个社会的交易发展形势密切相关，可以说是银行各项收入中最为贴近消费属性的部分。但是，我们也应看到对于这一部分手续费收入银监会的管理较为严格，主要是考虑到了银行完全垄断了支付结算系统，其议价能力实际无比巨大。综合考虑以上因素，我们判断

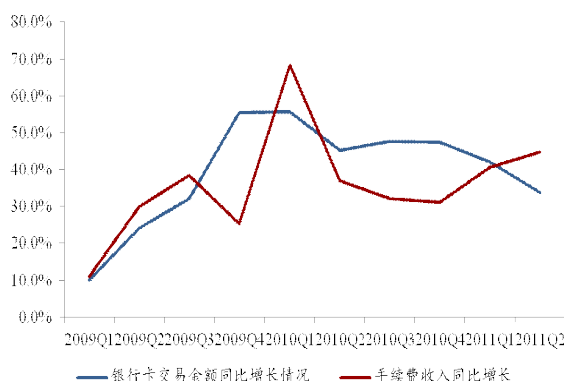
这一部分手续费收入将会保持 25% 以上的稳定增速，成为银行业分享居民收入增长和消费升级的重要源泉。

而咨询与顾问费收入和额度管理费类收入实际上是一种信贷定价能力的溢出效应表现。一部分银行甚至为了内部考核的需要，将本应在贷款上显现的利率上浮转移到手续费收入的财务顾问费之中，同时信用承诺费这一额度管理费的分项本身也代表了对资本的占用（与票据承兑业务相关）。关于这一部分手续费收入的增长情况由于每年的信贷额度松紧不同，呈现出比较大的波动状态，考虑到明年信贷额度紧张的状况可能会好于今年，我们判断这一部分的收入增长将会维持在 25%—30% 之间，其最终的决定因素在于对信贷需求和资金供给的判断。

投资银行类手续费收入主要集中于过桥贷款、并购贷款的财务顾问费和短期融资券、中期票据的承销手续费。这一部分手续费收入主要是反映了金融脱媒的方向，实际与净利息收入和咨询与顾问费收入和额度管理费类收入呈现出一定的此消彼长的关系。但是正如我们去年年度策略曾经分析到的，由于目前企业债券类融资净资产占比 40% 的红线依然存在，我们认为债券融资市场大规模增长的空间相对有限，我们判断投资银行类手续费收入 2011 年的增长将会保持在 30% 左右。

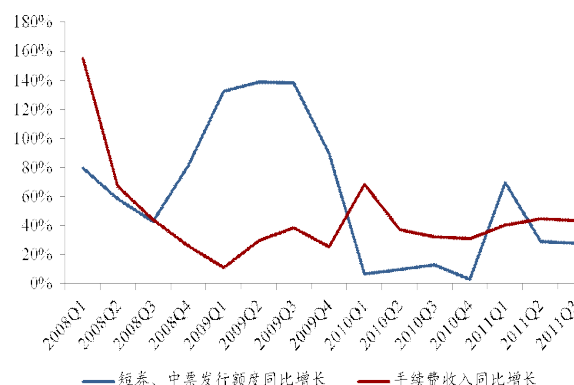
通过上面的分析，我们基本可以得出上市银行手续费净收入 2011 年基本可以保证 25% 以上的增长，如果信贷额度控制程度超过预期或者居民消费增长明显上升，手续费净收入都会存在超预期增长的可能性。

图 11、银行手续费收入与居民用卡密切相关



数据来源：公司定期报告，wind

图 12、承销收入代表手续费收入未来方向



数据来源：公司定期报告，wind

（中期票据从 2008 年 4 季度开始正式批量发行，由此造成了 2009 年 1—3 季度短融、中票发行额度同比增长的超常表现）

3.4 关于投资净收益、汇兑净收益以及公允价值变动净收益的判定

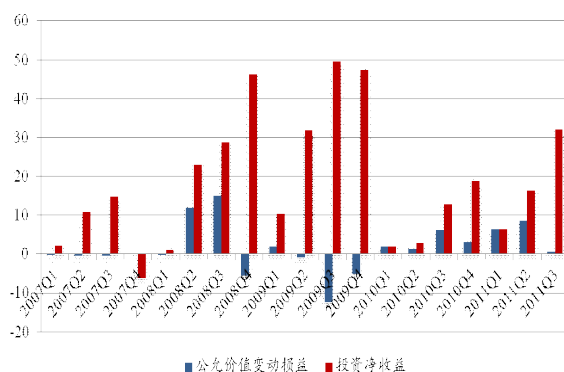
投资净收益主要取决于商业银行金融市场的交易能力，核心决定因素是可供交易的资金数量、金融市场价格和管理层对投资盈余的分配态度。关于可供交易的资金数量，我们倾向于其与生息资产的规模保持相应的增长，而金融市场价格则需要判断明年的资金紧缺情况，我们认为明年资金面仍然偏紧，综合考虑新的债券投资的收益和存量债券公允价值的负向变动，我们认为金融市场价格不会像今年一样对投资收益净收益和公允价值变动净收益产生如此巨大的影响。

而汇兑净收益则与商业银行资产负债币种构成以及汇率波动幅度有关。汇兑

净敞口一般与国际业务发展的状况相关联，而汇率的波动则更多地受到国家外汇政策的影响。我们认为 2012 年商业银行的外汇敞口不会出现明显的变化，而汇率也不存在大幅上升到可能性。根据历史经验，大幅升息显著不利于汇兑收益的实现，而小幅升值则对汇兑净收益具有正面的贡献。

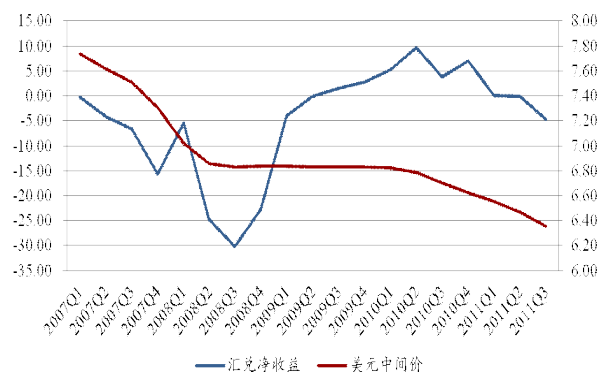
特别需要指出的是，以上三个变量除了受到复杂的宏观经济变量影响外，管理层的盈余管理意图也十分重要，特别是投资净收益和公允价值变动净收益更是体现了管理层明显的政策意图。所幸的是，这一部分的净收益水平占目前商业银行营业收入的 2% 左右，其对盈利影响相对较小，不会对银行业绩产生实质性影响。

图 13、公允价值与投资存在一定的负向关系



数据来源：公司定期报告，兴业证券研究所

图 14、汇兑损益在汇率大幅变动时产生损失



数据来源：公司定期报告，wind

3.5 关于营业税及附加的判定

营业税及附加相对最为简单，按照各家银行历史的收入比率匡算即可得出。在这里我们要强调的是，关于我国全球最高的商业银行营业税率是否有可能逐步下调的可能性。可以这么说，银行的利润 80% 以上重新分配到了我国的财政体系，而如果出现了系统性的信用风险，银行营业税金的下降将成为管理当局弥补银行可能产生的信用风险损失的“护城河”。在目前银行业业绩一片大好的背景下，我们并不认为管理当局有下调营业税率率的冲动，但是如果发生非预期的信贷损失，我们认为由高营业税所形成的利润截留将会疏导回银行体系以应对资产损失，我们估算了 2011 年的上市银行营业税及附加总额将达到将近 1400 亿元的规模，也就是说**每一个百分点的营业税金下降**将会为整个上市银行带来 210 亿元的税后利润增后，占我们预测的 2011 年上市银行税后 9000 亿元利润的 2.3%，可以用于提升信贷资产拨备率 7 个 bp。

3.5 关于业务及管理费用的判定

业务及管理费用分为三大子项，即员工费用、业务费用以及折旧和摊销费用。而这三大费用则由主要与公司经营发展战略和目前的网点渠道构成相关。员工费用主要由员工数和职工薪酬综合决定。其中，我们认为大型银行的员工数会在一定的时间内保持稳定，而中小型商业银行的人员增长率也会随着成本管理的日益重要而逐年下降。相对于社会平均工资数倍的银行业薪酬在未来大幅上升到空间也十分有限，我们总体判断 2011 年业务及管理费用的增长将低于营业收入的增长，大约为 15%—18%，这与我们运用总资产费用率代替成本收入比预测成本所得出的判断相吻合。（参见《姹紫嫣红处 各领风骚时 II》）

关于板块内各家银行的费用特征，我们已将在 2011 年半年报的三篇系列报告中有所论述，在这里特别值得指出的是我们对两类银行业务费用的判断。第一类是准备转型或推进转型的商业银行费用率水平可能会超过我们预期，也即一些确立了新的战略目标的商业银行可能会由于战略导向的变更而产生初始成本（深发展的两行整合所造成的成本变化需要及时关注）；第二类则是对于资产规模跨过一万亿的上市银行，其历史数据显示其业务管理费/总资产将会出现趋势性下降的规模红利（具体详见我们的相关报告）。在这方面，华夏银行具有一定的发展优势。

3.6 关于资产减值费用的判定

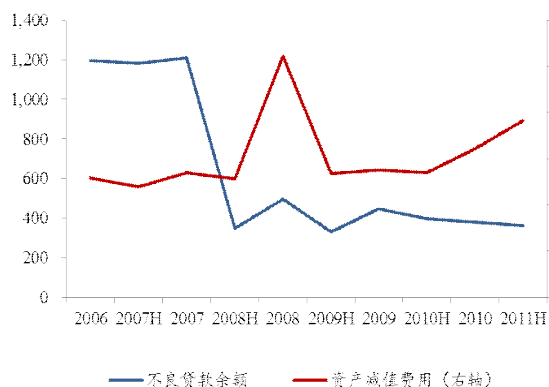
资产减值费用的提取恐怕是全市场对银行股最关心的话题了。其中最重要的部分就是贷款减值准备的计提数额，市场在这个问题上形成了二元悖论，如果计提较少则一致认为其拨备不够谨慎，拨备不足以抵消可能产生的信用风险损失；如果计提过高则更是负面，好像不良的发生就在明天，我们的银行股就只剩下一声叹息了。

客观地说，我国上市银行的信用成本确实较低，我们认为这主要是因为：一是我国银行业贷款质量经过 2008 年金融危机的考验并未出现明显大幅的信用风险向下迁移到现象，从经济理性角度确实没有大幅增加拨备的必要；二是因为我国银行业贷款客户主要是大中型优质企业以及政府相关贷款。

对于前者，可以说是优中选优的企业，这与国外由于金融脱媒化进程使得银行信贷客户主要集中于中小企业和个人消费客户截然不同。对于后者，市场的理解往往过于负面，8 万亿左右的融资平台贷款的偿付问题，银监会与地方政府基本达成了共识，即在不产生流动性风险的前提下逐步化解存量贷款所产生的影响。目前，市场对于融资平台贷款的担心已经基本得到了有效地缓解。

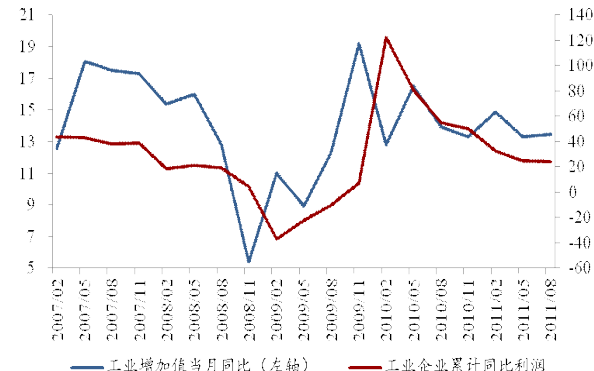
随着大型银行拨贷比 2.5% 的标准的基本实现，我们认为 2012 年信用成本不会出现显著的增长，我们甚至认为 2012 年部分高拨贷比的银行的资产减值费用甚至会出现对利润增速的正贡献。

图 15、近两年减值费用与不良余额走势背离



数据来源：公司定期报告，兴业证券研究所

图 16、企业经营形势仍然处于平稳状态



数据来源：CEIC，兴业证券研究所

3.7 关于所得税费用的判定

银行的实际所得税费率主要取决于免税收入在营业收入中的占比，一般商业

银行对于非税收入资产的投资占比都会保持相对的稳定，随之实际税率的比例也会长期维持在一定的水平之内。

3.8 关于 2012 年银行股业绩的最终判断

通过以上的分析，我们已经逐一从六大核心驱动因素对银行股 2012 年的业绩实现进行了梳理。在此我们对银行股 2012 年的业绩作出如下预测：

表 4、上市银行 2012 年资产负债情况预测

	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
总资产	71,228,532	73,768,947	75,975,013	77,874,851	79,507,317
生息资产	69,627,137	72,126,123	74,298,970	76,172,226	77,781,891
总生息资产生息率	3.78%	4.27%	4.27%	4.28%	4.28%
贷款	36,634,260	38,095,855	39,351,279	40,382,851	41,292,437
占比	52.61%	52.82%	52.96%	53.02%	53.09%
现金和准备金	12,534,262	12,934,940	13,296,911	13,595,260	13,795,801
占比	18.00%	17.93%	17.90%	17.85%	17.74%
存放同业	6,169,459	6,241,696	6,291,431	6,415,665	6,502,642
占比	8.86%	8.65%	8.47%	8.42%	8.36%
债券投资	14,301,285	14,873,639	15,379,580	15,796,696	16,205,684
占比	20.54%	20.62%	20.70%	20.74%	20.83%
总负债	66,907,598	69,227,708	71,372,160	73,052,680	74,622,484
付息负债	65,655,666	67,934,601	70,064,116	71,716,348	73,259,831
总付息负债付息率	1.69%	1.86%	1.86%	1.85%	1.85%
同业存放	8,427,252	8,596,209	8,768,649	8,923,390	9,096,699
占比	12.84%	12.65%	12.52%	12.44%	12.42%
存款	55,505,571	57,594,372	59,536,161	61,011,981	62,366,537
占比	84.54%	84.78%	84.97%	85.07%	85.13%
应付债券	1,722,844	1,744,019	1,759,305	1,780,978	1,796,595
占比	2.62%	2.57%	2.51%	2.48%	2.45%
总权益	4,347,176	4,585,366	4,648,478	4,862,199	4,915,957
坏账总额	360,106	374,386	386,476	396,213	404,620
坏账率	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%	0.95%
坏账准备	945,470	977,331	1,015,926	1,045,330	1,075,172
拨备覆盖率	262.6%	261.0%	262.9%	263.8%	265.7%
拨贷比	2.58%	2.57%	2.58%	2.59%	2.60%
贷存比	67.73%	67.88%	67.84%	67.94%	67.96%

数据来源：兴业证券研究所

表 5、上市银行 2012 年利润情况预测

	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
营业总收入	494,502	566,220	587,740	606,649	623,940
净利息收入	380,147	445,251	461,820	475,619	487,563
手续费净收入	112,113	117,013	121,947	127,045	132,375
其他收入	2,242	3,956	3,972	3,986	4,002
营业总支出	238,052	236,112	255,634	244,138	254,844
营业税金	29,756	34,249	35,553	36,445	37,484
业务及管理费	180,526	169,042	175,796	176,408	181,378
资产减值损失	27,771	32,822	44,285	31,284	35,981
营业利润	256,449	330,108	332,106	362,512	369,096

利润总额	256,459	330,128	332,116	362,532	369,106
所得税	57,941	74,616	75,065	81,908	83,372
净利润	198,518	255,512	257,051	280,624	285,734
净利息收入占比	76.87%	78.64%	78.58%	78.40%	78.14%
手续费净收入占比	22.67%	20.67%	20.75%	20.94%	21.22%
其他收入占比	0.45%	0.70%	0.68%	0.66%	0.64%
净利差	2.09%	2.41%	2.42%	2.42%	2.43%
净息差	2.19%	2.51%	2.52%	2.53%	2.53%
中间业务收入/生息资产	0.65%	0.66%	0.67%	0.68%	0.69%
其他收入/生息资产	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
营业税金/生息资产	0.17%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
管理费用/生息资产	1.04%	0.95%	0.96%	0.94%	0.94%
成本收入比	42.52%	35.90%	35.96%	35.09%	35.08%
信用成本	0.30%	0.34%	0.45%	0.31%	0.34%

数据来源：兴业证券研究所

4、关于市场比较关心的几个问题的探讨

4.1 关于 2012 年信贷供需的思考

在人民银行“不公布信贷计划”的背景下，我们对于 2012 年的信贷额度的判断，将试图从纯粹的实体经济资金需求角度进行分析，尝试为大家思考今年信贷额度的规模提供一种思路。

信贷资金的使用基本可以分为三大方面，即用于实体经济流动性需求的短期贷款、用于个人住房需求的按揭贷款以及用于全社会固定资产投资的中长期贷款。

在我们的测算模型中，我们假设短期贷款的同比增长主要来源于实体经济的流动性需求，即 GDP 与 CPI 的增长对交易性资金的消耗，按揭贷款则主要与房地产交易额相关，而非按揭类中长期贷款的主要指向则是固定资产投资的资金需求。

表 6、短期贷款的测算情况

	短期贷款	短期贷款增速	GDP	CPI	GDP+CPI
2002	7,424.8	10.28%	9.10%	-0.80%	8.30%
2003	8,366.1	12.68%	10.00%	1.20%	11.20%
2004	8,683.7	3.80%	10.10%	3.90%	14.00%
2005	8,744.9	0.71%	11.30%	1.80%	13.10%
2006	9,853.4	12.68%	12.70%	1.50%	14.20%
2007	11,447.8	16.18%	14.20%	4.80%	19.00%
2008	12,518.2	9.35%	9.60%	5.90%	15.50%
2009	14,661.1	17.12%	9.20%	-0.70%	8.50%
2010	16,623.3	13.38%	10.30%	3.30%	13.60%
2011 E	19,758.3	18.86%	9.10%	5.30%	14.40%
2012 E	22,228.0	12.50%	8.50%	4.00%	12.50%

数据来源：CEIC，兴业证券研究所

表 7、中长期贷款的测算情况

	中长期	中长期增速	固定资产投资	固定资产投资增速	按揭	非按揭中长期
2002	4,864.2	23.97%	3,548.9	18.29%		
2003	6,340.1	30.34%	4,581.2	29.09%		
2004	7,670.3	20.98%	5,902.8	28.85%		
2005	8,746.0	14.02%	7,509.5	27.22%	1,855.9	6,890.1
2006	10,655.0	21.83%	9,336.9	24.33%	2,270.0	8,385.0
2007	13,153.9	23.45%	11,746.5	25.81%	3,000.0	10,153.9
2008	15,500.0	17.84%	14,873.8	26.62%	3,350.0	12,150.0
2009	22,241.9	43.50%	19,413.9	30.52%	4,802.2	17,439.7
2010	28,893.1	29.90%	24,141.5	24.35%	6,000.0	22,893.1
2011 E	32,655.7	13.02%	30,170.6	24.97%	7,296.6	25,359.2
2012 E	37,714.1	15.49%	36,204.8	20.00%	8,026.2	29,687.9

数据来源：CEIC，兴业证券研究所

通过表 6 和表 7 的测算，我们假设了 GDP 增速和 CPI 数值决定了实体经济对资金交易性需求的大部分，而固定资产投资增速则决定了非按揭类中长期贷款的资金需求。对于按揭贷款的增速，我们援引地产研究员关于 2012 年房地产交易总额同比增加 10% 的判断，则按揭贷款亦将呈现同比例的增长。

在进行了如上假设后，我们对最为核心的固定资产投资增速和名义 GDP 增速（即 GDP 增速加 CPI）合计对信贷资金的需求影响进行了模拟运算，结果如下：

表 8、关于 2012 年信贷需求的测算

		名义 GDP 增速						
		11.60%	11.90%	12.20%	12.5%	12.80%	13.10%	13.40%
固定 资产 投资 增速	18.00%	6,855.5	6,914.8	6,974.1	7,033.4	7,092.6	7,151.9	7,211.2
	18.50%	6,979.2	7,038.5	7,097.8	7,157.1	7,216.3	7,275.6	7,334.9
	19.00%	7,102.9	7,162.2	7,221.5	7,280.8	7,340.0	7,399.3	7,458.6
	19.50%	7,226.6	7,285.9	7,345.2	7,404.5	7,463.7	7,523.0	7,582.3
	20.00%	7,350.3	7,409.6	7,468.9	7,528.2	7,587.4	7,646.7	7,706.0
	20.50%	7,474.0	7,533.3	7,592.6	7,651.9	7,711.1	7,770.4	7,829.7
	21.00%	7,597.7	7,657.0	7,716.3	7,775.6	7,834.8	7,894.1	7,953.4
	21.50%	7,721.4	7,780.7	7,840.0	7,899.3	7,958.5	8,017.8	8,077.1
	22.00%	7,845.1	7,904.4	7,963.7	8,023.0	8,082.2	8,141.5	8,200.8

数据来源：CEIC，兴业证券研究所

我们判断固定资产投资投资增速在 18%—22%，而名义 GDP 增速在 11.9% 到 12.8% 的大概率区间内的信贷资金需求在 6.9 万亿到 7.9 万亿之间，需求量低于市场对今年 7.5—8 万亿的新增信贷预期。在固定资产增速和名义 GDP 增速两个驱动维度中，固定资产投资增速的影响更为重要，明年信贷供需的决定因素也正在于此。

4.2 关于银行股利润真实驱动的思考

商业银行历史上一直在“融资—扩张—再融资—再扩张”的模式中成长，银行业上市公司间隔两三年便启动一轮融资似乎变成了惯例，我们试图通过对上市银行融资分配和增长情况的纵向分析，对银行增长路径做出一些由定量到定性的分析。

在资本充足率监管日趋严格的情况下，资本的获得已然成为增长的关键因素。银行是否能够通过自身利润的增长实现资本金的增加，抑或在保持较为稳定的分红比例下，增长过程中的融资不可避免。银行利润的增长模式究竟是倚赖资本金补充的外延式，还是倚赖现有资本内生性增长的内涵式？从 ROE 来看，利润的增长与所有者权益的大小密切相关，另一方面，权益也是总资本的重要组成部分。因而，我们将通过对银行权益的拆解，为利润增长模式提供一些研究思路。

财务报表中所有者权益主要由期初所有者权益、当期净利润及其他综合收益、股东权益变动、利润分配构成。其中股东权益变动主要包括发行 H 股、增发、配股以及发行的可转债转股，均能增加期末的所有者权益。利润分配包括提取盈余公积、一般风险准备及对股东的分配，前两项主要涉及未分配利润向盈余公积和一般风险准备的划转，并不导致所有者权益整体的变动，而分红将减少所有者权益。因而下文选取导致所有者权益变动的 H 股发行、增发、配股、可转债转股和分红事项进行探讨。

四家银行各年度权益变化情况，如下表所示：

表 9、浦发银行历年融资与分配情况

	发放红利 (-)	配股 (+)	分红累计	融资累计
2001				
2002	482		482	
2003	392	2,494	874	2,494
2004	431		1,304	2,494
2005	470		1,774	2,494
2006	509	5,908	2,283	8,402
2007	653		2,936	8,402
2008	697		3,633	8,402
2009	1,302	14,827	4,935	23,229
2010	1,325	39,199	6,260	62,428
2011H	2,296		8,555	62,428
合计	8,555	62,428		

数据来源：Wind，兴业证券研究所

表 10、民生银行历年融资与分配情况

	发放红利 (-)	发行 H 股 (+)	增发 (+)	可转债 (+)	分红累计	融资累计
2001						

2002	346			346	0
2003	157		2,029	504	2,029
2004	155		2,933	659	4,962
2005	460		1,409	1,119	6,371
2006	363		1,104	1,482	7,475
2007	363	18,150	1,482	1,845	27,107
2008	724			2,569	27,107
2009	1,506	26,750		4,075	53,857
2010	1,113			5,188	53,857
2011H	2,671			7,859	53,857
合计	7,859	26,750	18,150	8,957	

数据来源：Wind，兴业证券研究所

表 11、招商银行历年融资与分配情况

	发放红 利(-)	发行 H 股(+)	配股 (+)	可转债 (+)	分红累 计	融资累计
2002						
2003	685				685	
2004	525				1,210	
2005	753			635	1,963	635
2006	3,193	20,505		5,816	5,156	26,957
2007	1,764				6,920	26,957
2008	4,118				11,038	26,957
2009	1,471				12,509	26,957
2010	4,531		17,681		17,040	44,638
2011H	6,257				23,297	44,638
合计	23,297	20,505	17,681	6,451		

数据来源：Wind，兴业证券研究所

表 12、华夏银行历年融资与分配情况

	发放红利(-)	增发(+)	分红累计	融资累计
2001				
2002			781	
2003	781		1,271	
2004	490		1,691	
2005	420		2,153	
2006	462		2,615	
2007	462		3,077	
2008	462	11,380	3,725	11,380
2009	649		4,374	11,380
2010	649		5,372	11,380
2011	998	20,107	8,044	31,487
合计	8,044	31,487		

数据来源：Wind，兴业证券研究所

增发、配股及发行 H 股的融资可转债转股带来的权益增加通过各期内公告转股股数×转股价进行计算，红利发放时间以除息日确认（例如 2003 年的发放红利值实际为 2002 年分红值）。

由于利润=ROE×当期所有者权益，通过对所有者权益的拆解，即可得到原始权益、融资、分配各部分带来的利润大小。从上述四家银行的权益融资与股利分配的历年数据简单加总情况看，其累计股利分配均远小于权益融资累计值，其中浦发银行和民生银行的累计融资/分红比大约在 7:1 水平上；华夏银行由于年内刚完成 200 亿的增发，累计融资/分红比达到了 4:1；招商银行即使作为四家银行中分红付息率最高的一家，累计融资/分红比也达到了接近 2:1 的水平，暗示了银行融资是增长的一个重要因素。

由于并未考虑融资与分配的时间问题，累计融资/分红比指标并不能说明现有权益的构成中原始权益、融资与分配各部分的贡献大小，进而无法说明现有利润的实际构成。为了更精确地计量各部分占比，我们对数据进行以下处理：

- 1、以季度为时间间隔；
- 2、假定 ROE 不存在明显的规模效应，以当期未摊薄 ROE 作为权益各分项增长率；
- 3、通过权益 $t = \text{权益 } t-1 \times (1 + \text{ROE}_t) + \Delta \text{权益 } t$ ，拟合各分项（原始权益、融资、分红）各季度终值及占比；
- 4、剔除其他综合收益项对所有者权益的影响；

相应结果如下表所示：

表 13、各银行所有者权益构成拆分

	原始所有者权益终值 (+)	红利终值 (-)	再融资终值 (+)	再融资终值细项				所有者权益终值合计
				H 股终值 (+)	增发终值 (+)	配股终值 (+)	可转债终值 (+)	
浦发银行	37.48%	-16.40%	78.91%			78.91%		100.00%
	50,275	-21,992	105,846			105,846		134,129
民生银行	20.87%	-7.81%	86.94%	29.99%	31.07%		25.88%	100.00%
	27,224	-10,187	113,410	39,127	40,527		33,756	130,447
招商银行	54.73%	-25.69%	70.96%	41.42%		15.06%	14.48%	100.00%
	89,490	-42,009	116,032	67,731		24,621	23,680	163,512
华夏银行	51.32%	-11.85%	60.52%		60.52%			100.00%
	32,750	-7,559	38,619		38,619			63,810

数据来源：Wind，兴业证券研究所

通过对权益的拆解以及经由实际 ROE 作为增长率对各组成部分终值的拟合，所得权益值与实际权益趋势相同，数值基本相符，误差在 5% 以内，可以认为上述方法较好地实现了对所有者权益的拟合。从数据中可以看到与第一部分分析较为

一致的结论。

累计融资/分红比较高的浦发银行和民生银行，其所有者权益构成中，原始所有者权益占比仅为 35.2%和 20.0%。考虑了时间因素后，浦发银行的融资/分红比下降至 5: 1，而民生银行则上升至 11: 1，主要是由于民生银行在 2007 年前有较多的再融资，而浦发银行的再融资集中在 2009-2010 年间。两家银行的再融资带来的权益增量对权益终值的贡献均超过 80%，而分红的贡献比例分别为 16.5%和 7.8%。综合上述两项，两家银行向市场的净融资额占权益的比例分别为 64.8%和 80.0%。

招商银行和华夏银行表现略好。招行所有者权益构成中，原始所有者权益占比为 53.8%，再融资带来的权益增量贡献为 72.6%，考虑到其 26.3%的红利终值占比，其向市场的净融资额占权益的比例为 46.2%。虽然招行分红付息率较高，但仍无法抵充其对市场的融资。即便将其发行 A/H 股带来的权益合并，仅考量 A 股再融资项目（配股和转债）对权益终值的贡献，依然无法实现与红利终值完全相抵，即实质上其利润的产生仍有部分来自于外部资本金补充。

加之招行明年仍有融资的动机，华夏银行在年内进行了 200 亿增发的情况下，向市场的净融资额占权益的比例维持在 50%以内。由于年内融资使得华夏的核心资本充足率已达到较高的水平（三季报披露的核心资本充足率和总资本充足率分别为 9.58%和 13.06%），只要其加权风险资产的增速不超过 16%，现有资本充足率水平足以维持其未来 3 年的发展，因而华夏未来净融资额占权益的比例仍有下行的空间。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期

安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。