



商业银行

2011.11.23

稳中求胜！

——2012 年度银行业策略



邱冠华



021-38676912



qiuguanhua@gtjas.com

编号

S0880511010038

本报告导读：

本轮周期在宏观面、政策面、基本面和资金面与 08-09 年相比，方向相同形态相似，节奏更稳幅度适中，**首推招行、民生和南京**，关注北京、兴业和深发。

摘要：

- 中国与西方的银行最大的不同在于，**中国的银行不仅是一家企业，更是国家宏观调控的重要载体和政策传导的关键要素**。因此，对银行板块投资机会的判断必须放到宏观大背景下进行。因此，本文通过自上而下判断行业机会，自下而上优选行业标的。
- 中国经济高速增长时代正在过去，银行板块同质化选股时代相应接近尾声；随着中国经济结构调整的开始，银行差异化选股时代正在拉开帷幕。银行业务转型势在必行，“转型”将成为 2012 年后银行最重要课题。
- 本文从宏观面、政策面、基本面和资金面四个维度，考察了本轮（11-12 年）和上轮（08-09 年）周期之间的异同。**宏观面提供大背景，基本面好比干柴，资金面如同烈火，政策面类比晴天；“干柴+烈火”未必就能冉冉燃烧起来，还得天公作美晴天配合。**
- 比较中发现，本轮与上轮相比，**四维度“方向相同形态相似，节奏更稳幅度适中。”**具体而言：宏观面，同样是经济下滑，但减速更温和；政策面，同样是由紧至松，但节奏更稳健；基本面，同样是盈利下降，但波动更缓和；资金面，同时是流动性改善，但幅度更适中。
- 基于此，我们建议 2012 年银行投资采用**稳中求胜**的思路——“**先坐大卡车，再等小轿车，边乘边等。**”大卡车指银行股，小轿车指中小票和成长股。如果能找到业绩有保障、增长确定的中小票和成长股，不要留恋银行股，可坚决去追逐前者；如果尚未找到，强烈建议配置部分银行股，直至找到再切换过去（银行股流动性好）；事实上，在经济减速背景下，符合上述标准的中小票和成长股不仅数量有限，而且挖掘难度较大。因此，应该先求稳定再图发展，建议配置部分银行股，亦即稳中求胜！
- **预计 12 年银行板块涨幅区间为 18%-25%，其中盈利增长驱动 18%，流动性改善驱动估值修复 7%。预计明年 3-5 月份和四季度出现明显投资机会的概率最大。**前者主要由政策面（政策放松明朗）和行业基本面（盈利增速高点）驱动，后者主要由宏观面（经济增速反弹、结构调整初见成效）和估值切换驱动。
- 预计 12 年银行**基本面**将经历**软着陆**，净利润增长降至 18%；规模增长放缓，生息资产增长 17%；净息差比 11 年上升 5-10bp，一季度后逐季回落；非息收入增速降至 22%；成本收入比略升 1pc 至 32%；不良温和爆发，不良余额增加 1500 亿，不良率上升 11bp 至 1.01%。
- 在选股标准上，我们选取业务转型、息差水平、债市回暖和主题投资作为机会变量，资产质量、资本内生、吸存能力和估值水平作为防御变量。
- 按照**优中选优**的原则，12 年我们**首推招行、民生和南京**，建议关注北京、兴业和深发展。招行是按抵押贷款重定价的代表，民生是定向宽松支持小微企业的代表，南京银行是受益债市回暖的代表。

评级：

增持

上次评级：

增持

银行研究团队：

邱冠华

021-38676912

qiuguanhua@gtjas.com

杨亦伟（贡献作者）

021-38674883

yangyiwei010589@gtjas.com

黄春逢（贡献作者）

021-38674940

huangchunfeng@gtjas.com

相关报告

2011 年下半年策略：《确定、稳定和淡定》

2011.06.13

银行周报：《省级政府试点自主发债有利于平台贷款清理规范》

2011.08.08

银行周报：《银行股：投资回报预期下调背景下的选择》

2011.08.01

银行周报：《先乘大卡车，再等小轿车，边乘边等！》

2011.07.25

银行聚焦：《平台贷风险：发现在早期并转入主动治疗的慢性病》

2011.07.12

正文目录

第一篇：春暖花开	4
1. 09 年春景有望重现	4
1.1. 09 年华丽春景	4
1.2. 12 年温故知新	5
第二篇：似曾相识	6
2. 宏观面：经济减速通胀回落	6
2.1. 经济增速放缓	6
2.2. 通胀见顶回落	7
3. 政策面：货币政策由紧及松	7
3.1. 货币政策正在转向	7
3.2. 行业政策影响好于预期	9
3.2.1. 利率市场化择机推进	9
3.2.2. 再融资压力好于预期	12
3.2.3. 定向宽松支持小企业	15
3.2.4. 跨区经营有条件放开	15
4. 基本面：盈利增长速度放缓	16
4.1. 12 年净利润增长 18%	16
4.2. 规模增长放缓	17
4.3. 息差逐季回落	18
4.4. 非息收入减速	19
4.5. 成本收入比略升	19
4.6. 不良温和暴露	20
4.6.1. 平台风险发展中消化	22
4.6.2. 房地产开发贷面临考验	23
4.6.3. 民间借贷风险可控	25
5. 资金面：流动性持续改善	25
5.1. 流动性正逐步改善	25
5.2. 信贷宽松出现拐点	26
5.3. 货币供应触底反弹	27
第三篇：优中选优	28
6. 个股推荐	28
6.1. 选股思路	28
6.1.1. 机会变量	28
6.1.1.1. 业务转型	28
6.1.1.2. 息差水平	29
6.1.1.3. 债市回暖	30
6.1.1.4. 主题投资	31
6.1.2. 防御变量	31
6.1.2.1. 资产质量	31
6.1.2.2. 资本内生	32
6.1.2.3. 吸存能力	33
6.1.2.4. 估值水平	34
6.2. 选股结果	35

图表目录

图 1: 银行股从 08 年 10 月 27 日起出现为期 10 个月的绝对收益	4
图 2: 银行股从 2009 年 4 月 23 日起获得为期 3 个月的相对收益	4
图 3: 两轮周期 GDP 增速比较	7
图 4: 两轮周期工业增加值增速比较	7
图 5: 两轮周期 CPI 和 PPI 走势对比	7
图 6: 一年期央票发行利率下降预示存款准备金率可能下调	8
图 7: 主要经济体利率市场化节奏	9
图 8: 美国利率市场化进程	10
图 9: 预计各行专项金融债发行规模	15
图 10: 南京银行异地分行资产占比	16
图 11: 上轮和本轮周期上市银行净利润同比增速比较	17
图 12: 上市银行生息资产同比增速	17
图 13: 两轮周期上市银行单季净息差比较	18
图 14: 金融机构贷款利上浮占比已创历史新高	19
图 15: 本轮和上轮周期银行非利息净收入同比增速比较	19
图 16: 两轮周期上市银行成本收入比对比	20
图 17: 银行业整体不良余额及比例变化情况	21
图 18: 企业亏损额与 M1 的关系	22
图 19: 流动资产周转倍数与利息保障倍数	22
图 20: 工业企业资产负债率与 ROE 水平	22
图 21: 四家早期上市银行不良率变化情况	22
图 22: 平台贷款本息偿付时间分布	23
图 23: 土地出让金增速对地方政府债务缺口的影响	23
图 24: 46 家上市房地产公司负债水平低于 08 年	24
图 25: 重点公司的短期偿债能力好于 08 年	24
图 26: 温州民间借贷规模及增长速度	25
图 27: 温州民间借贷资金来源分布	25
图 28: 两轮周期流动性平衡指数比较	26
图 29: 金融机构信贷增量和增速	26
图 30: 政府换届周期和金融机构信贷投放	27
图 31: 两轮周期货币供应量 M1 和 M2 同比增速比较	27
图 32: 11H1 上市银行零售贷款占比	29
图 33: 11Q3 上市银行净息差情况	29
图 34: 11H1 上市银行住房按揭贷款占比	30
图 35: 贷款重定价各家银行 NIM 改善幅度	30
图 36: 10 年期国债收益率和 GDP、CPI	31
图 37: 上市银行债券投资占生息资产的比例	31
图 38: 11Q3 上市银行不良率水平	32
图 39: 11H1 上市银行房地产开发贷款占比	32
图 40: 上市银行 11Q3 核心资本充足率及环比变动	33
图 41: 上市银行 11Q3 年存款较年初增幅	33
图 42: 各家上市银行 10 年底网点数量	34
图 43: 11Q3 上市银行贷存比	34
图 44: 上市银行 12 年 PE	35
图 45: 上市银行 12 年 PB	35
表 1: 本轮 (11-12 年) 与上轮 (08-09 年) 周期在宏观面、政策面、基本面和资金面上的比较	6
表 2: 两轮周期中调息和调准情况对比	8
表 3: 《新办法》对银行资本充足率的影响测算	14
表 4: 四家早期上市银行在 04-05 年和 08-09 年两个周期不良率的变化情况	21
表 5: 各上市银行 2011H1 平台贷款占比、不良率及现金流覆盖情况	23
表 6: 首选组合各维度考察结果	35
表 7: 11-12 年银行盈利预测与估值表	37

请务必阅读正文之后的免责条款部分

第一篇：春暖花开

1. 09 年春景有望重现

1.1. 09 年华丽春景

在上一轮（08-09 年）紧缩-宽松周期中，银行股从 08 年 10 月 27 日至 09 年 7 月 27 日出现了为期 10 个月的绝对收益，绝对涨幅 113%；从 09 年 4 月 23 日至 7 月 27 日获得了为期 3 个月的相对收益，超额收益 21%。

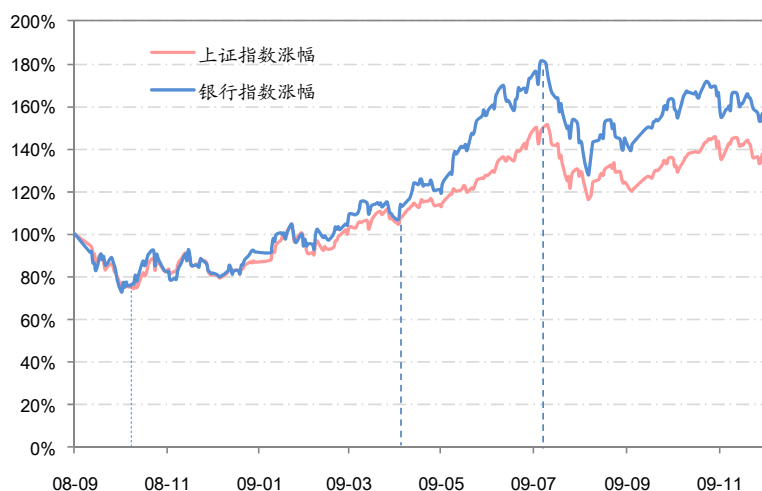
上轮周期，银行股指数从 10 月份（08 年 10 月 27 日）开始触底回升；巧合的是，本轮（11-12 年）周期，银行股指数同样也是从 10 月份（10 月 10 日）开始触底反弹，这段刚开始不久的绝对收益之旅能否重现 08-09 年的辉煌呢？

图 1：银行股从 08 年 10 月 27 日起出现为期 10 个月的绝对收益



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 2：银行股从 2009 年 4 月 23 日起获得为期 3 个月的相对收益#



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

1.2. 12 年温故知新

本文将从宏观面、政策面、基本面和资金面四个维度，考察本轮（11-12 年）和上轮（08-09 年）周期之间的异同，以此来辅助我们对明年银行股投资机会的判断。

其中，宏观面主要考察经济增长和通货膨胀；政策面考察货币政策和行业政策；基本面考察银行业自身基本面（净利润、净息差、生息资产、非息收入、成本收入比、资产质量）的变化趋势；资金面从流动性平衡指数、信贷投放和货币供应量预判市场流动性的改善程度。事实上，这四个维度相互影响难以分割，在此人为作了分拆主要为便于分析。

在我们的银行研究框架中，通过自上而下判断行业机会，自下而上选择优秀标的。自上而下判断行业机会时，宏观面、基本面、资金面和政策面扮演着不同且重要的角色：宏观面提供大背景，基本面好比干柴，资金面如同烈火，政策面类比晴天；“干柴+烈火”不一定就能冉冉燃烧起来，还得天公作美晴天配合。

在此也做个预告，在随后我们改版的国泰君安银行业周报中，我们将以此为框架，对这四个维度每周的动态进行跟踪和分析，敬请留意。

经研究发现，本轮周期与 08-09 年相比，四维度“方向相同形态相似，节奏更稳幅度适中。”具体而言：宏观面，同样是经济下滑，但减速更温和；政策面，同样是由紧至松，但节奏更稳健；基本面，同样是盈利下降，但波动更缓和；资金面，同时是流动性改善，但幅度更适中。

基于此，我们建议 2012 年的投资采用稳中求胜的思路——“先坐大卡车，再等小轿车，边乘边等。”大卡车指的是银行股，小轿车指的是中小票。具体而言就是：如果能找到业绩有保障、增长确定的中小票和成长股，建议不要留恋银行股，请坚决去追求前者；如果尚未找到这类标的，强烈建议配置部分银行股，直至找到再切换过去（银行股流动性好）；事实上，在经济减速背景下，符合上述标准的中小票和成长股不仅数量有限，而且挖掘难度较大，因此建议先求稳定再图发展一定要配置部分银行股，亦即稳中求胜！

我们预计 12 年银行板块涨幅区间为 18%-25%，其中盈利增长驱动 18%，流动性改善驱动估值修复 7%。初步判断明年 3-5 月和四季度出现明显投资机会的概率最大。前者主要由行业基本面（盈利）驱动，后者主要由宏观面（经济增长）驱动。

判断 3-5 月份机会较大的主要依据有四：一是货币政策放松已经较为明朗；二是每年一季度信贷投放量最多流动性最为充裕；三是 12 年一季度银行盈利增速为全年最高点；四是《新资本充足率管理办法》出台，再融资形势明朗。

判断四季度机会较大的主要依据有二：一是预计经济增速下半年小幅反弹，结构转型或初见成效；二是可能迎来 13 年估值切换的机会，如果前期未涨，13 年 PE 和 PB 将分别降至 4-5 倍和 1 倍以下。

在个股推荐上，12 年我们首推招行、民生和南京，建议关注北京、兴业和深发展。其中，招行是按揭贷款重定价的代表，民生是定向宽松政策支持小微企业的代表，南京银行是受益债市回暖的代表。

表 1: 本轮（11-12 年）与上轮（08-09 年）周期在宏观面、政策面、基本面和资金面上的比较

因素	2008-2009	2011-2012	本轮周期与上轮周期比较	
宏观面	通货膨胀	08 见顶回落，09 触底回升	11 年见顶回落，12 年触底回升	相似：趋势形态；差异：变化幅度
	GDP 增长	经济减速，09 年 V 型反转	经济减速，U 型缓慢回升	相似：趋势形态；差异：变化幅度
	工业增加值	08.11 见底，随后震荡回升	预计于 12 年 3 月触底，随后缓慢回升	相似：趋势形态；差异：变化幅度
	货币政策	08.9 起调准降息，信贷猛增	11 年 10 月开始预调微调	相似：政策转向；差异：节奏稳健
政策面	行业政策	负面影响好于预期		
	其中：利率市场化	无	可能以大额可转让定期存款为时点	心理影响大于实质性影响
	资本管理办法修订	无	再融资压力有望好于预期	再融资压力好于预期
	定向宽松支持小微	无	支持小微企业政策迈出实质性步伐	缓解资金、贷存比压力
	跨区域开设分支行	无限制	跨区域经营继续放开，标准提高	对三家上市城商行中性偏利好
基本面	净利润	增速先降后升	增速逐季回落	相似：增速减缓；差异：形态
	生息资产	增速逐季上升	增速平稳回落	差异：增速放缓
	净息差	09 年一季触底，随后回升	12 年一季度高低，随后逐季回落	差异：见底回升 VS 高位回落
	非息收入	增速高位回落	增速高位回落	相似：增速高位回落
	成本收入比	大幅上升	小幅上升	差异：本轮仅小幅上升
	资产质量	不良余额及比例双降	预计不良余额及比例均温和上升	差异：资产质量压力比上轮大一些
	其中：平台贷款	爆发式投放	集中到期	差异：面临不良压力
	房地产贷款	房地产企业负债水平较低	房地产企业负债水平略高	相似：房地产开发贷不良增加
	小企业贷款	中小企业倒闭潮	定向宽松支持对象	相似：小企业贷款不良温和上升
	民间借贷	小范围爆发	资金断链，老板跑路	差异：本轮民间借贷问题范围更广
资金面	流动性平衡指数	大幅改善	小幅改善，由负转正	相似：逐步改善；相似：本轮适度改善
	信贷增量	爆炸式增长	小幅增长	相似：由紧及松；差异：本轮适度宽松
	货币供应	触底大幅反弹	触底温和反弹	相似：形态；差异：本轮仅温和反弹

第二篇：似曾相识

2. 宏观面：经济减速通胀回落

2.1. 经济增速放缓

- 上轮周期遭受货币紧缩和美国次贷危机叠加影响，中国经济增长大幅放缓，随后在四万亿经济刺激计划中触底反弹；本轮同样遭受货币紧缩和欧债危机叠加影响，经济增速显著放缓，随后微幅反弹。所不同的是本轮没有四万亿经济刺激计划，只有政府有意识地推动经济结构的转型。

上轮：

- GDP 同比增速一度下滑至 09 年一季度的 6.6%，而后触底回升至 09 年四季度的 9.2%；
- 工业增加值同比增速一度下滑至 08 年 11 月 5.4%，而后震荡上行，09 年 11 月一度攀升至 19.2%。

本轮：

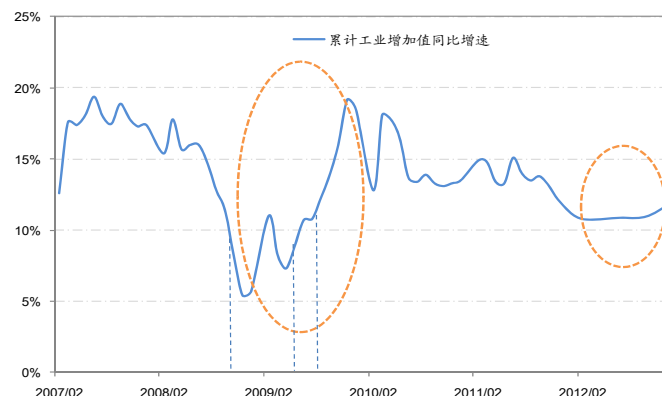
- 预计 12 年二季度 GDP 同比增速达到低点 7.7%，之后缓慢回升，但升幅远逊色于 09 年，预计 12 年全年经济增长 8.0%；
- 预计工业增加值同比增速将由 11 年 10 月份的 13.2%逐步下行至 12 年 3 月的 10.7%，而后微幅上行至 12 年 12 月的 11.9%。12 年全年工业增加值同比增速将从 11 年的 13.6%降至 11.0%。

图 3: 两轮周期 GDP 增速比较#



数据来源: 国泰君安证券研究

图 4: 两轮周期工业增加值增速比较#



数据来源: 国泰君安证券研究

2.2. 通胀见顶回落

- 在货币紧缩背景下，两轮周期 CPI 和 PPI 均在三季度（6、7、8 月不等）开始见顶回落，通胀回落过程持续均超过半年。

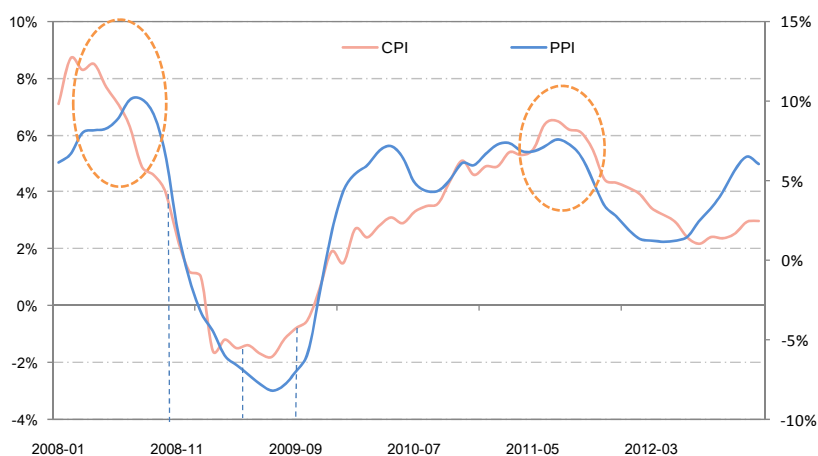
上轮:

- CPI 于 08 年 4 月见顶达到 8.5%，随后回落至 09 年 7 月 -1.8% 见底，接着触底回升，至 09 年 12 月升至 1.9%，09 年全年 CPI 为 -0.7%；
- PPI 于 08 年 8 月见顶达到 10.06%，随后回落至 09 年 7 月 -8.2% 见底，而后逐步回升，至 09 年 12 月升至 1.7%，09 年全年 PPI 为 -5.4%。

本轮:

- CPI 于 11 年 7 月达到 6.5% 见顶，随后回落，10 月份已降至 5.5%，预计于 12 年 7 月降至 2.2% 见底，预计 12 年 CPI 为 3%；
- PPI 同样于 11 年 7 月达到 7.5% 见顶，随后回落，10 月份已降至 5.0%，预计于 12 年 4 月降至 1.1% 见底，预计 12 年 PPI 为 3.0%。

图 5: 两轮周期 CPI 和 PPI 走势对比#



数据来源: 国泰君安证券研究

3. 政策面: 货币政策由紧及松

3.1. 货币政策正在转向

- 相同的是两轮周期均面临货币政策由紧及松，不同的是上轮周期为极度宽松，预计本轮属于稳健性的有序放松，亦即上轮放松的幅度更大一些，节奏更快一些。

上轮：货币政策绝对称得上极度宽松

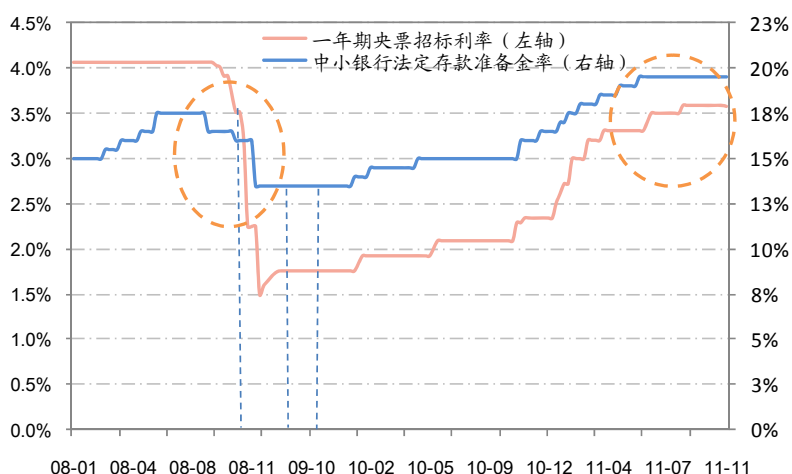
- 08 年 12 月新增信贷由 08 年 11 月-2546 亿飙升至 7718 亿，09 年放出 9.6 万亿天量信贷；
- 08 年 9 月 16 日起，央行先后 5 次降息；08 年 9 月 25 日起，央行先后 5 次下调存款准备金率（包括单独下调大型、中小型金融机构和同时下调大型和中小型）。

本轮：货币政策为稳健性的有序放松，亦即适度宽松。适度宽松包括两方面含义：一是宽松；二为适度。宽松意味着本轮紧缩已经到头，接下来方向必将是政策放松。10 月 20 号以来，货币政策转向的信号越来越强，包括：

- 温总理的讲话。10 月 24 日至 25 日，国务院总理温家宝在天津滨海新区调研，并主持召开天津、内蒙古、江苏、山东四省（区、市）经济形势座谈会时指出，“要正确认识当前经济形势，准确判断经济走势，要把握好宏观经济政策的力度、节奏和重点，适时适度进行预调微调”。
- 央票利率下行。10 月 20 日三年期央票发行利率意外下降 1bp 至 3.96%，为 15 个月以来首次下降，此为货币放松的标志；随后，11 月 8 日和 15 日，一年期央票相继下降 1bp 和 8.58bp，政策放松得以确认。
- 10 月信贷多增。10 月份新增信贷达到 5868 亿元，超此前市场预期的 5000 亿元。预计 11、12 月新增信贷或在 6000 亿以上。

我们判断本轮货币政策放松的程度仅为适度，意味着必将是一轮稳健性的有序放松。之所以不能快节奏大幅度放松，那是因为一旦如此，那些不符合产业发展方向的企业又会死灰复燃，结构调整必将半途而废，而且对未来的结构调整也丧失了公信力。基于此，我们对适度放松的具体预判包括三方面内容：一是预计 2012 年人民币新增信贷 8.0 万亿；二是会降准，预计在春节前后；三是降息不会轻易启动，因为本轮加息并没加上去甚至说加得不够。

图 6：一年期央票发行利率下降预示存款准备金率可能下调#



数据来源：人民银行网站、国泰君安证券研究

表 2：两轮周期中调息和调准情况对比

2010-2011 年	货币政策变化	2008 年	货币政策变化
2011-9-5	将保证金存款纳入存款准备金计交范围	2008-12-25	下调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP
2011-7-7	上调存贷款基准利率 25BP	2008-12-23	下调存贷款基准利率 27BP
2011-5-18	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP	2008-12-5	下调大型金融机构存款准备金率 1%，

2011-4-5	上调存贷款基准利率 25BP		下调中小型金融机构存款准备金率 2%
2011-4-21	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP	2008-11-27	下调存贷款基准利率 1.08%
2011-3-25	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP	2008-10-30	下调存贷款基准利率 27BP
2011-2-24	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP	2008-10-15	下调大型和中小型金融机构存款准备金 50BP
2011-2-9	上调存贷款基准利率 25BP	2008-10-9	下调存贷款基准利率 27BP
2011-1-20	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP	2008-9-25	下调中小型金融机构存款准备金率 1%
2010-12-26	上调存贷款基准利率 25BP	2008-9-16	下调贷款基准利率 27BP
2010-12-20	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP	2008-6-7	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 1%
2010-11-29	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP	2008-5-20	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP
2010-11-16	上调大型和中小型金融机构存款准备金 50BP	2008-4-25	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP
2010-10-20	上调存贷款基准利率 25BP	2008-3-18	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP
2010-5-10	上调大型金融机构存款准备金率 50BP	2008-1-25	上调大型和中小型金融机构存款准备金率 50BP
2010-2-25	上调大型金融机构存款准备金率 50BP		
2010-1-12	上调大型金融机构存款准备金率 50BP		

数据来源：国泰君安证券研究

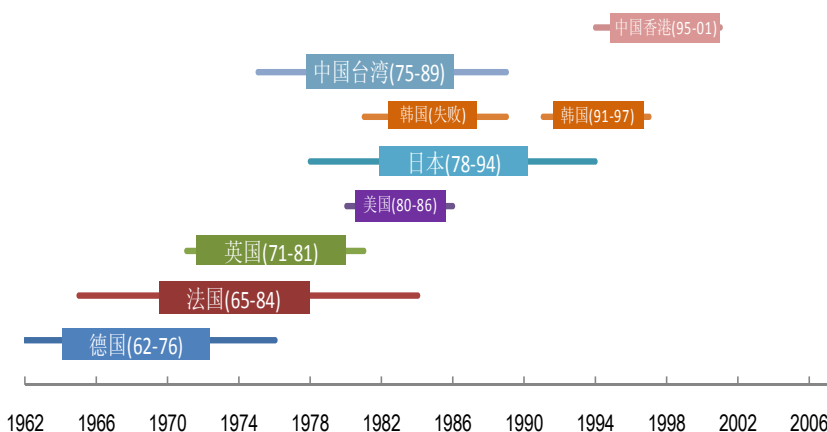
3.2. 行业政策影响好于预期

3.2.1. 利率市场化择机推进

央行行长周小川 2010 年底指出，“十二五”期间坚定推行利率市场化改革之后。市场对利率市场化的解读往往首先偏向负面，我们认为**利率市场化对银行业的心理影响将远大于实质影响**。利率市场化也许会造成银行业整体盈利蛋糕的短暂缩小，但是蛋糕的重新分割将会催生出新一轮的个股投资机会。从中长期来看，中国经济高速增长下降一个台阶将意味着银行同质化选股时代进入了尾声；与此同时，伴随着中国经济结构的转型，那些抓住机会成功实现业务和经营策略转型的银行将会催生新一轮的银行投资机会，进而标志着银行差异化选股时代正式拉开帷幕。

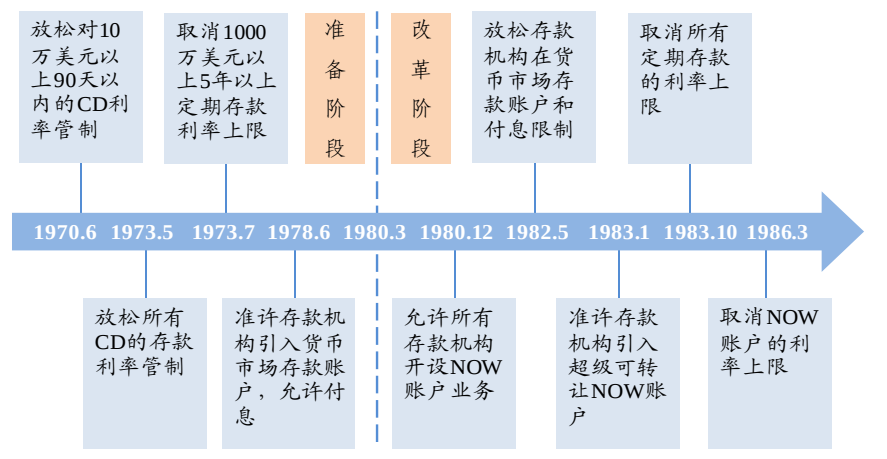
现阶段我国利率市场化改革已进入攻坚阶段：放开贷款利率下限和存款利率上限。对利率市场化改革未来的总体思路我们大致判断为：在流动性偏紧时，放开贷存利率下限；在流动性充裕时，逐步放开存款利率上限。基于对明年经济减速、流动性适度偏紧以及正处政府新老换届的判断，我们预计明年利率市场化仍然不会有大动作，顶多采取渐进的方式放开大额可转让定期存单的利率上限。

图 7：主要经济体利率市场化节奏#



数据来源：国泰君安证券研究

图 8: 美国利率市场化进程#

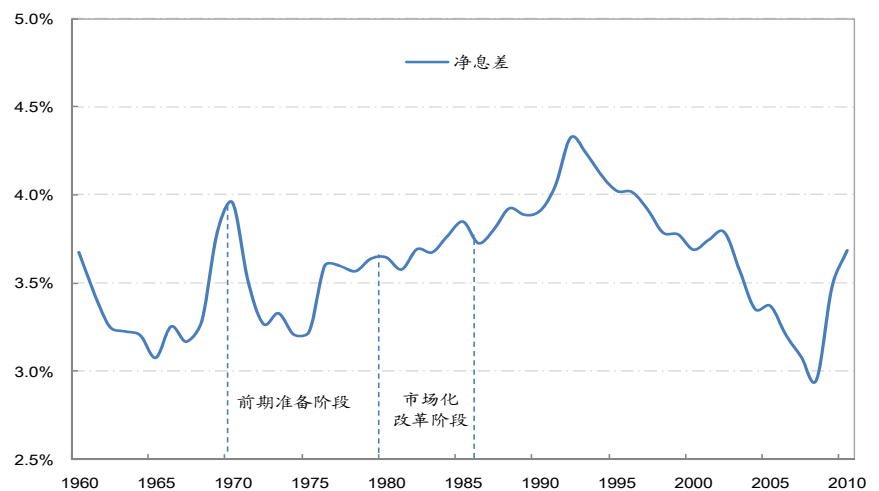


数据来源: FDIC, 国泰君安证券研究

美国的经验表明, 利率市场化对银行的影响包括如下方面:

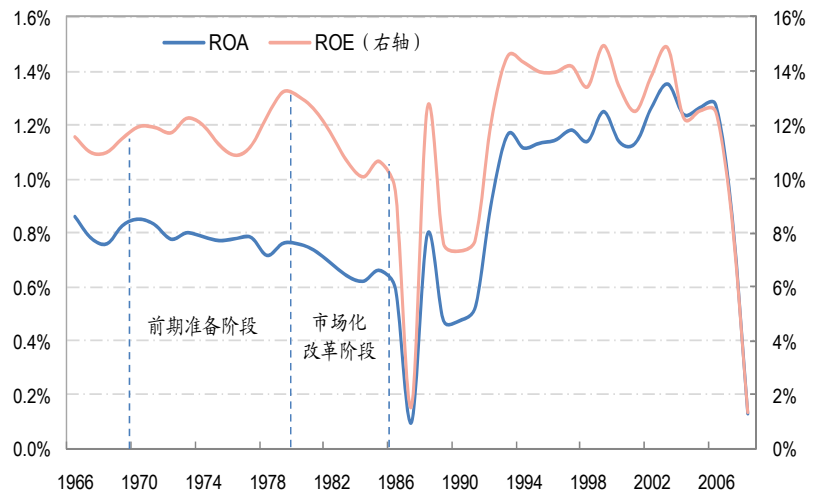
- 净息差会短期收窄, 而后缓慢回升;
- 盈利能力短期下降, 而后继续提高;
- 行业集中度提高, 兼并收购加速行业整合;
- 信贷投向专项, 房地产贷款占比大幅提升;
- 银行经营策略调整, 富国银行的社区银行模式成为经典。

图 35: 美国利率市场化前后银行净息差的变化



数据来源: FDIC, 国泰君安证券研究

图 36: 美国银行业利率市场化前后的 ROA 和 ROE

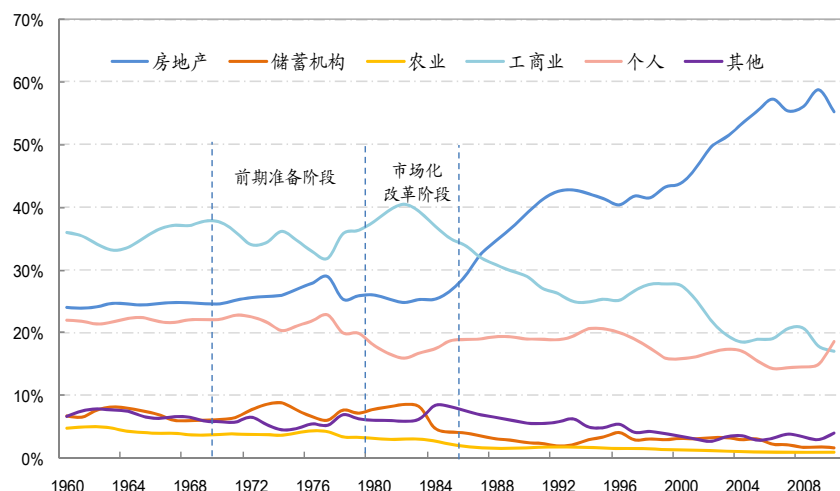


数据来源: FDIC、国泰君安证券研究

基于中国银行业目前的状况, 如果中国政府推出利率市场化攻坚改革措施适时适度, 我们认为负面影响不会甚于美国当年。判断依据如下:

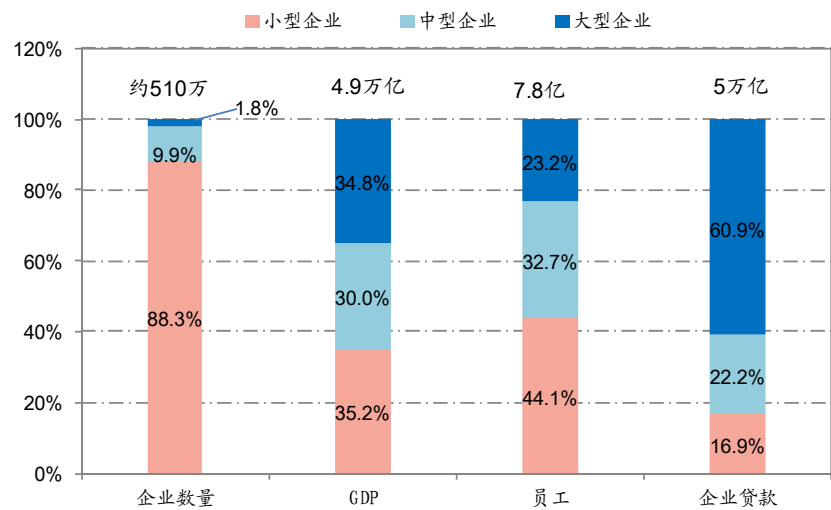
- 银行业金融机构集中度高于美国当年。目前中国前 20 家银行总资产规模占全行业 70%以上, 竞争格局接近寡头垄断市场, 存贷款定价方式接近领导价格; 美国当时属原子弹型竞争格局, 金融机构相对分散, 集中议价能力相对较弱。寡头垄断的格局将有助于缓解净息差的短期收窄。
- 金融创新空间较大可媲美美国当年。由于政策监管较严, 中国银行业在金融创新方面起步较晚, 主要还处于传统业务阶段; 此外, 中国金融混业经营已经迈出步伐, 部分银行 (例如交行) 已取得全牌照经营资格。
- 中小企业业务堪比美国当年房地产业务。美国利率市场化之后, 美国银行业迅速瞄准了方兴未艾的房地产市场, 随后几年房地产贷款占比迅速上升; 相应地, 目前中国的中小企业为政策导向性支持行业, 银行业在中小企业市场渗透率较低, 中小企业获得贷款的比例远低于对 GDP 的贡献。因此, 中小企业业务很可能成为中国利率市场化银行信贷转型的方向。

图 36: 美国银行业房地产贷款占比变化



数据来源: FDIC、国泰君安证券研究

图 36: 中国的中小企业贷款占比远逊于对 GDP 和就业的贡献



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

相比美国当年, 中国银行业目前主要面临三大劣势:

- 提高手续费收入舆论压力较大。目前依然有部分老百姓观念中把银行等同于政府公共事业单位, 银行粗暴式提高手续费收入显然行不通, 必须切实通过提高金融服务水平这种方式来获取。
- 中国经济增长正面临减速。中国经济 9%以上高增长的时代正在过去, 未来几年经济增速必然会下降一个台阶。虽如此, 中国经济结构转型刚刚拉开帷幕, 恰好为银行业务转型提供了良好契机。
- 资本监管标准趋严限制杠杆率提高, 从而会影响 ROE 未来的进一步提高。虽如此, 中国银行业 20%左右稳定的 ROE 水平在所有行业中依然具有较大吸引力。

基于对 2012 年利率市场化推进步伐和中美银行经营环境的比较, 我们认为明年银行股投资利率市场化对市场的心理影响将远大于实质性影响。我们预计, 一旦政府迈出试探性步伐 (例如放开大额可转让定期存单利率上限), 市场首先可能会偏向于负面预期, 进而导致银行股价下挫。届时如果市场过度反应, 从预期差的角度将是良好的入场时机。因此, 建议密切留意利率市场化的最新动态, 最理想的状态是做到前期短暂回避, 当期坚决入场。

3.2.2. 再融资压力好于预期

2011 年银监会《资本充足率管理办法》(下称《新办法》) 的修订工作牵动着资本市场的每一道神经, 因为它直接影响银行的再融资需求。8 月 15 日, 银监会发布的《新办法》征求意见稿给银行带来的再融资压力大幅好于预期 (5.25 非公开版), 表现在两方面:

- 给予了银行充足的宽限期。《新办法》虽原则上要求系统重要性银行和非系统重要性银行分别于 2013 年底和 2016 年底前达标, 但对于个别有困难的银行, 经银监会批准, 可适当推迟达标期限, 系统重要性银行最迟可晚于 2015 年底, 非系统重要性银行最迟 2018 年底。
- 对资本充足率的影响降低。《新办法》征求意见稿对银行资本充足率的影响大约 0.8-1.0 个百分点, 远好于 5.25 非公开版影响 2 个百分点以上。

8月15日《新办法》征求意见稿发布之后，银监会还会做最后一轮的修订，我们判断最后的定稿对银行资本充足率的影响还会小幅降低，预计影响大约0.5-0.8个百分点。

经测算和已公布的银行再融资计划，我们预计未来两年有融资需求的上市银行为：农行、交行、浦发、兴业，分别需要补充核心资本380亿、215亿、57亿、140亿。

表 3:《新办法》对银行资本充足率的影响测算

百万元，%	工行	农行	中行	建行	交行	招行	民生	浦发	华夏	兴业	深发展	中信	光大	北京	南京	宁波	上市 银行
核心资本	999,280	563,335	687,767	696,007	248,271	141,292	115,675	132,463	58,774	100,391	37,538	136,268	86,743	45,287	18,314	16,825	4,084,231
风险加权资产	8,105,103	6,018,954	6,549,927	6,579,846	2,629,009	1,660,530	1,490,984	1,424,833	597,681	1,199,824	535,848	1,508,690	1,059,721	443,539	151,141	146,813	40,102,442
1、资本扣除																	
无形资产（除土地使用权）	1,374	1,671	2,342	1,514	519	1,502	1,519	212	0	289	186	221	217	0	29	36	11,632
减值准备缺口	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2012 年核心资本加回	-344	-418	-586	-379	-130	-243	-34	0	-46	-30	-35	-35	0	-5	-6	-3,642	-5,931
合计：对核心资本影响	-687	-836	-1,171	-757	-260	-300	-304	-42	0	-58	-37	-44	-43	0	-6	-7	-4,552
核心充足率影响	-0.01%	-0.01%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.02%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%
2、操作风险																	
总收入,2008	311,100	211,467	214,508	268,525	76,604	55,549	34,823	34,313	17,575	29,761	14,502	40,286	24,470	12,401	3,225	3,375	1,352,485
总收入,2009	310,327	222,460	218,805	268,057	80,316	51,562	41,502	36,558	17,140	31,543	15,146	40,944	24,196	11,890	3,613	4,172	1,378,230
总收入,2010	381,476	291,722	264,107	324,605	101,353	71,478	53,932	49,744	24,448	43,270	18,171	56,491	35,623	15,616	5,322	5,935	1,743,293
操作风险资本	33,430	24,188	23,247	28,706	8,609	5,953	4,342	4,021	1,972	3,486	1,594	4,591	2,810	1,330	405	449	149,134
对风险加权资产影响	417,876	302,354	290,592	358,828	107,614	74,412	54,274	50,256	24,651	43,572	19,925	57,384	35,120	16,628	5,067	5,618	1,864,170
核心充足率影响	-0.60%	-0.45%	-0.45%	-0.55%	-0.37%	-0.36%	-0.27%	-0.32%	-0.39%	-0.29%	-0.25%	-0.33%	-0.26%	-0.37%	-0.39%	-0.42%	-0.45%
3、对商业银行债权																	
票据	105,941	87,142	80,142	94,467	46,869	64,600	7,712	18,117	48,814	13,381	12,684	47,160	9,919	5,806	1,700	1,887	646,340
同业资产	559,294	996,731	961,781	212,276	277,873	190,878	405,887	586,397	247,974	605,683	79,327	327,662	331,526	166,454	58,490	27,709	6,035,941
3 个月以内占比	86%	85%	55%	85%	86%	79%	85%	67%	81%	66%	84%	87%	90%	80%	66%	90%	
对风险加权资产影响	150,649	241,240	174,134	70,300	73,597	55,908	91,087	112,661	65,020	113,580	20,512	85,348	79,014	36,383	11,126	6,861	1,387,418
核心充足率影响	-0.22%	-0.36%	-0.27%	-0.11%	-0.26%	-0.28%	-0.45%	-0.68%	-0.96%	-0.72%	-0.26%	-0.48%	-0.57%	-0.77%	-0.83%	-0.51%	-0.34%
4、小企业贷款																	
小企业贷款		490,091	323,970	825,899	119,700	113,970	207,649	559,300	113,233	79,251	34,000	87,050	146,900	136,135	22,635	12,932	3,272,715
对风险加权资产影响		-122,523	-80,993	-206,475	-29,925	-28,493	-51,912		-28,308	-19,813	-8,500	-21,763			-5,659	-3,233	-607,595
核心充足率影响	0.00%	0.19%	0.13%	0.34%	0.11%	0.15%	0.28%	0.00%	0.49%	0.14%	0.11%	0.13%	0.00%	0.00%	0.47%	0.26%	0.16%
5、零售贷款																	
非按揭零售贷款	688,032	494,235	366,722	323,540	136,995	230,577	240,795	30,431	18,186	70,997	65,951	69,978	93,703	11,419	3,608	3,403	2,848,571
对风险加权资产影响	-172,008	-123,559	-91,681	-80,885	-34,249	-57,644	-60,199	-7,608	-4,547	-17,749	-16,488	-17,495	-23,426	-2,855	-902	-851	-712,143
核心充足率影响	0.27%	0.20%	0.15%	0.13%	0.12%	0.31%	0.33%	0.05%	0.08%	0.13%	0.22%	0.11%	0.19%	0.07%	0.07%	0.07%	0.18%
6、贷款承诺																	
原到期日为 1 年以内	220,404	224,964	57,729	141,320	252,815	10,882	10	0	0	0		60,965	14,557	0	1,987	0	985,633
对风险加权资产影响	44,081	44,993	11,546	28,264	50,563	2,176	2	0	0	0	0	12,193	2,911	0	397	0	197,127
核心充足率影响	-0.07%	-0.07%	-0.02%	-0.05%	-0.18%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.07%	-0.02%	0.00%	-0.03%	0.00%	-0.05%
合计：对风险加权资产影响	440,598	342,505	303,598	170,032	167,600	46,360	33,252	155,309	56,817	119,590	15,449	115,667	93,620	50,156	10,029	8,395	2,128,976
核心资本充足率影响	-0.63%	-0.49%	-0.45%	-0.26%	-0.56%	-0.21%	-0.15%	-0.91%	-0.85%	-0.75%	-0.19%	-0.64%	-0.66%	-1.04%	-0.75%	-0.62%	-0.50%
11Q3 披露核心资本充足率	10.03%	9.36%	9.92%	10.57%	9.24%	8.10%	7.75%	9.01%	9.58%	8.08%	9.97%	10.43%	8.24%	9.68%	10.89%	12.33%	
调整后核心资本充足率	9.40%	8.87%	9.47%	10.31%	8.68%	7.89%	7.60%	8.10%	8.73%	7.33%	9.78%	9.79%	7.58%	8.64%	10.14%	11.71%	
补充核心资本	7,912	37,966	1,838		21,470	10,187	13,409	5,715		14,086			9,757				

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.2.3. 定向宽松支持小企业

中小企业融资难问题早已老生常谈，但局面一直难以打开。究其原因，有三方面：需求方，中小企业财务不透明，触礁概率大；供给方，前期日子好过，动力不足；监管层，激励不足，口号虽响实惠不足。

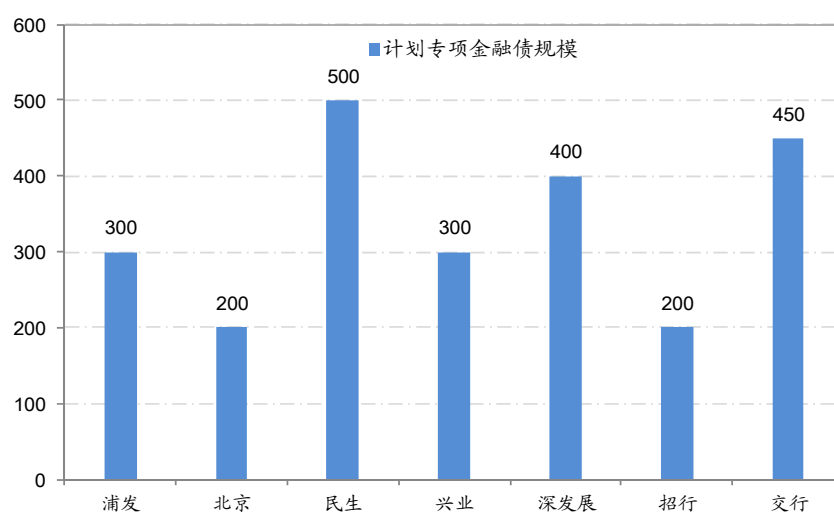
2011 年下半年银监会先后发布了《关于支持商业银行进一步改善小企业金融服务的通知》（【2011】59 号）和《关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》（2011 年【94】号），使得银行**支持小微企业贷款迈出了实质性步伐**。这一突破给予了银行真正的实惠，且这正是当下银行（吸存困难和资本不足等）所迫切需要的。

- 新机构准入。《通知》对于小微企业授信客户数和企业授信余额达到一定比例的商业银行，允许一次同时筹建多家同城支行。在新开设分支行申请暂缓大半年的情况下，这对分支机构扩张欲望较强的银行具有一定吸引力。
- 专项金融债。《通知》优先支持小企业贷款占比达到一定比例的商业银行发行专项用于小企业贷款的金融债，这部分解决了部门银行信贷资金来源不足问题。
- 资本充足率。《通知》指出商业银行在计算资本充足率时，对符合相关条件的小微企业贷款，在权重法下适用 75% 的优惠风险权重，内评法下比照零售贷款适用的优惠资本监管要求。这对资本补充压力较为迫切的银行无疑带来福音。
- 贷存比优惠。《通知》指出，获准发行小微企业专项金融债的商业银行，该债项所对应的单项授信总额 500 万元（含）以下的小微企业贷款在计算“小微企业调整贷存比”时，可在分子项中予以扣除。这对贷存比指标临近 75% 触发值的中小银行无疑雪中送炭。
- 诸如此类，等等。

根据各家银行的经营战略及其他各项指标状况，我们初步预计可能发行小微企业金融债的上市银行包括：民生、兴业、招行、浦发、深发、交行、北京银行等。

图 9：预计各行专项金融债发行规模

单位：亿元



数据来源：公司业绩发布会、国泰君安证券研究

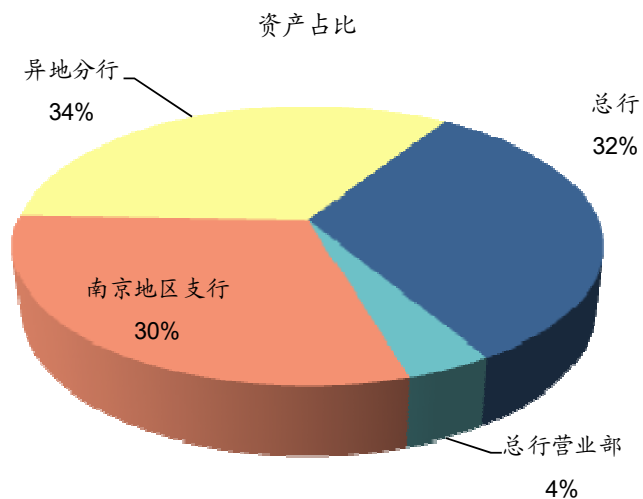
3.2.4. 跨区经营有条件放开

我们预计商业银行跨区域经营年底或明年初将会有条件放开。关键判断有两点：一是方向上最终仍会放开；二是准入标准会大幅提高，亦即“有

条件”。银监会将对申请异地扩张的商业银行进行综合评估，根据巴塞尔协议III框架，在资本金、产品、风险控制、组织框架、内部管理等方出台量化指标，符合标准的商业银行（城商行）才予以批准设立异地分行。我们认为跨区经营有条件放开利好三家上市城商行，判断依据如下：

- **跨区域经营继续放开为城商行的成长性提供了保障。**异地分行对于城商行总资产贡献较大，近年来城商行总资产增长迅速，以南京银行为例，异地分行资产占比已达到 34%；
- **市场准入标准的提高缓解了城商行之间的恶性竞争。**此前由于开设异地分行准入标准较低，各地城商行、城信社、农商行、农信社等小银行纷纷跑马圈地；市场准入标准提高之后，卡住了一大批非达标的小银行，由于三家上市城商行质地较优且均在标准以上，这样反而更有助于上市城商行避免遭受同业的过度恶性竞争。

图 10：南京银行异地分行资产占比#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

4. 基本面：盈利增长速度放缓

4.1. 12 年净利润增长 18%

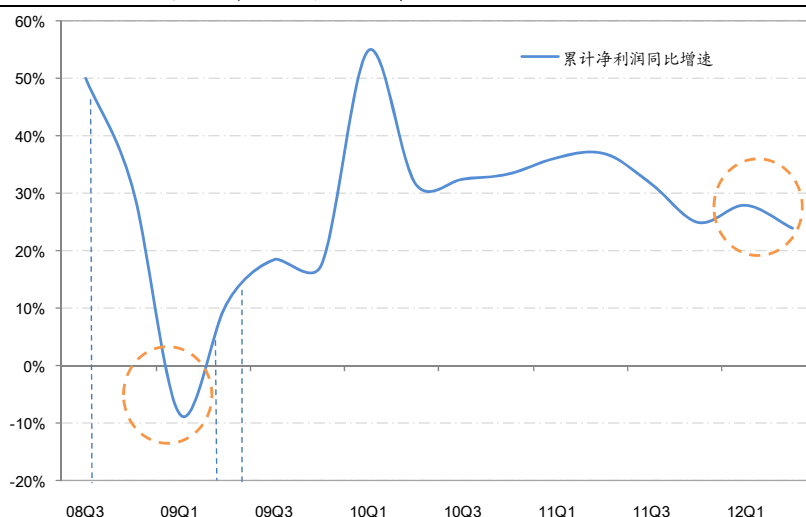
- 上轮上市银行累计净利润同比增速先降后升，预计本轮（12 年）净利润季度同比增速会逐季小幅回落，最高点出现在一季度。**预计 12 年上市银行净利润同比增长 18%**。即便如此，12 年银行净利润同比增速仍然在 09 年之上。

上轮：08 年银行净利润从三季度开始大幅回落并于 09 年一季度见底，而后逐季回升。

本轮：

- 预计 11 年银行净利润同比增长 27%，12 年银行净利润同比增速将会下降一个台阶，预计增长 18% 左右；
- 预计 12 年银行累计净利润同比增速将呈前高后低态势，一季度为全年利润增速高点：一方面由于 11 年一季度净利润基数稍低，另一方面由于住房按揭贷款年初重定价带来净息差提升和一季度信贷投放量通常高于后三个季度。

图 11: 上轮和本轮周期上市银行净利润同比增速比较#



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

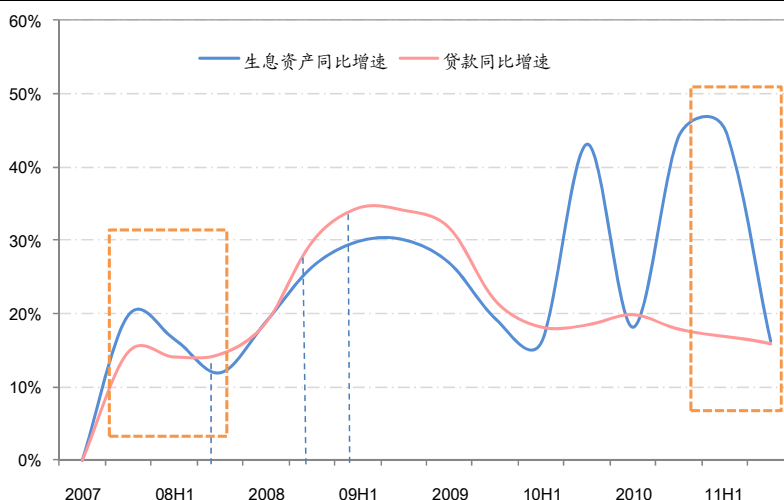
4.2. 规模增长放缓

- 上轮周期呈现“以量补价”特征，信贷的天量投放拉动银行生息资产同比增速在 08 年三季度触底大幅回升；本轮周期预计属“量稳价稳”特征，**预计 12 年银行生息资产同比增速将降至 17%**，信贷类和非信贷类生息资产均衡式增长。

上轮: 08 年三季度上市银行生息资产同比增速见底，08 年四季度至 09 年信贷爆炸式增长，信贷增长驱动银行生息资产快速见底回升，同比增速在 09 年三季度达到高点 34.4%。

本轮: 我们预计 12 年人民币新增信贷 8.0 万亿元，同比增长 14.5%。在信贷偏紧年份，通常生息资产同比增速会高于信贷同比增幅，11 年便是最典型年份。但是，11 年中期开始银监会加强了农信社票据的检查和规范，银行之间对倒交易和部分表外业务被遏制，加之预期同业收益率下降，12 年非信贷类生息资产增长会有所减慢。我们预计 12 年银行生息资产同比增长 17%。

图 12: 上市银行生息资产同比增速#



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

4.3. 息差逐季回落

- 上轮周期银行净息差从 08Q1 开始逐步收窄，直至 09H1 触底回升；本轮预计 12 年全年净息差较 11 年全年上升 5-10bp，一季度为全年净息差的最高点，而后逐季回落。即便如此，12 年银行净息差水平仍将显著高于 09 年。

上轮：08 年 9 月央行下调了一年期贷款基准利率 27BP，上市银行的净息差水平随之收窄，并从 08 年四季度的 3.09% 逐步下滑，至 09 年二季度的 2.25%，之后回升到 09 年是三季度的 2.36%，低于 11 年的单季净息差水平。

本轮：在明年不降息的假定前提下，预计 12 年净息差较 11 年仍小幅上升 5-10bp。其中，一季度为单季度净息差全年最高点，其后稳步回落。净息差最高点出现在明年一季度，很大程度归功于住房按揭贷款的年初重定价。

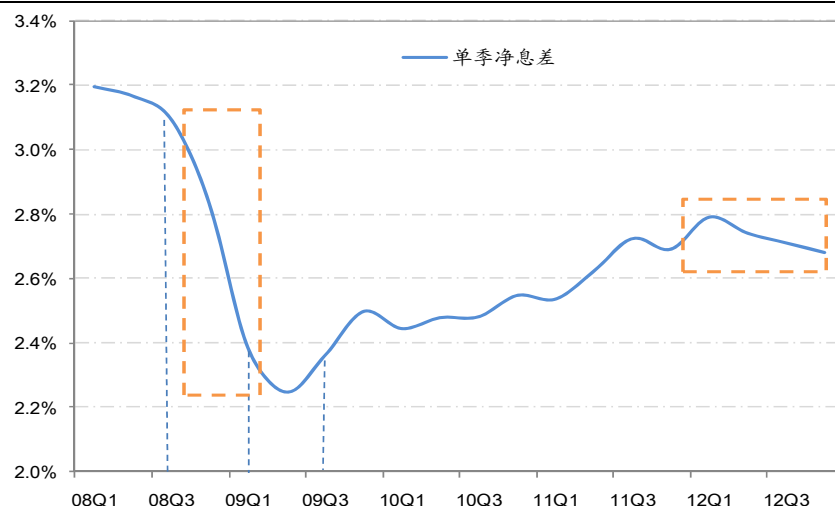
12 年净息差提升的主要驱动因素包括：

- **住房按揭贷款年初重定价。**12 年初将会有相当部分的住房按揭贷款集中重新定价，从而成为明年尤其是一季度净息差上升的最大驱动力。
- **货币政策只是适度性宽松。**初步预计 12 年人民币新增信贷 8.0 万亿元，信贷投放仍然略微偏紧。在此背景下，信贷资源仍然属于稀缺性资源，银行的议价能力仍然较高，旺盛的贷款需求保证了贷款较高的收益水平。
- **新旧贷款置换利率上浮。**现阶段银行的贷款利率上浮比例已创历史最高水平，明年陆续到期的老贷款置换成新贷款时，贷款利率将有望参照最新上浮比例而获得较高的收益水平。

12 年净息差提升的主要阻滞因素包括：

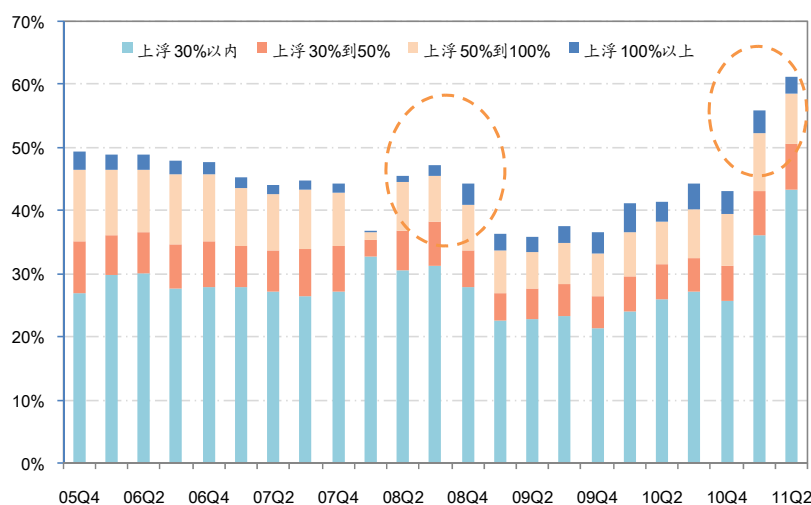
- **存款重定价滞后效应。**由于资产重定价节奏快于负债，存款重定价存在滞后效应，12 年存款重定价对净息差的压力会逐步体现；
- **同业资产收益率下行。**随着流动性的逐步改善，市场利率逐步下行。由于同业负债成本率具有刚性特征，市场利率下行会导致同业资产收益率下降，进而缩窄同业利差水平。

图 13：两轮周期上市银行单季净息差比较#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

图 14: 金融机构贷款利上浮占比已创历史新高#



数据来源：人民银行网站、国泰君安证券研究

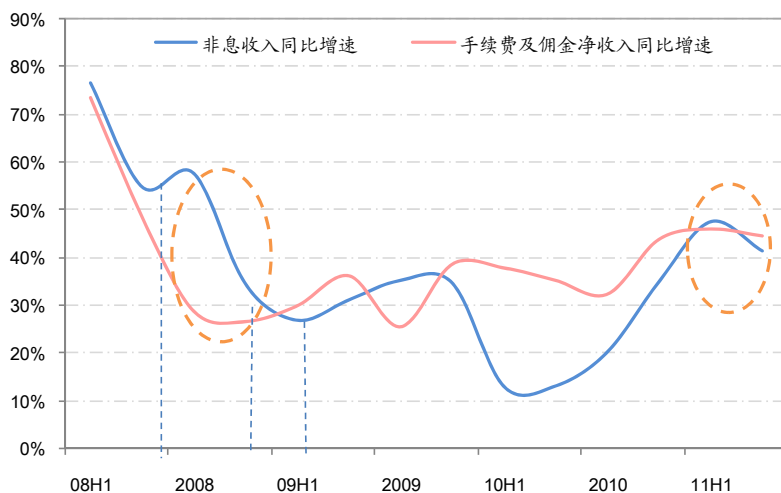
4.4. 非息收入减速

- 本轮与上轮周期相似，非利息净收入同比增速均显著放缓。我们预计 12 年银行非利息净收入同比增速将从 11 年的 40% 以上放缓至 22%。

上轮：非利息净收入同比增速从 08H1 开始，一路下滑至 09H1 的 27% 见底，其后触底回升，09 年全年非利息净收入同比增长 35%；

本轮：预计 12 年银行非息净收入同比增速将从 11 年的 40% 以上放缓至 22%。其中手续费及佣金净收入增速放缓明显，主要受理财产品和融资相关的咨询收费增速放缓所致。

图 15: 本轮和上轮周期银行非利息净收入同比增速比较#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

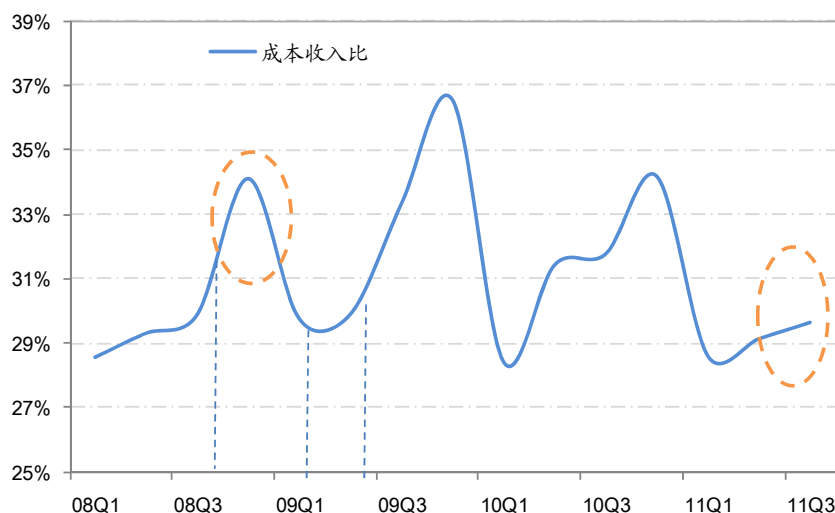
4.5. 成本收入比略升

- 09 年银行成本收入比高达 37%，预计 12 年成本收入比较 11 年上升 1pc，达到 32%。

上轮：09 年由于营业收入增速显著放缓，成本收入比由 08 年 34% 上升至 37%。

本轮：预计 12 年成本收入比相比 11 年上升 1pc，达到 32%。之所以预计成本收入比会上升，主要因为明年营业收入增速将会有所放缓，而费用具有一定刚性；之所以预计上升幅度不会太大，主要因为受制于拨备和资本约束，预计明年银行新开网点、IT 投入和员工大幅提薪的动力也不足，因此费用不会大幅上升。

图 16：两轮周期上市银行成本收入比对比#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

4.6. 不良温和暴露

- 上轮周期，08 年三季度末银行业整体不良贷款余额比二季度末增加了 229 亿元，不良率继续下降。**本轮预计 12 年全年不良余额较 11 年增加 1500 亿，不良率温和上升 11bp。**我们预计 12 年不良余额将主要出现在房地产开发贷和地方政府融资平台领域。
- 研究中发现，工业企业亏损金额与货币供应 M1 同比增速之间存在显著负相关关系。例如：
 - 04-05 年周期：M1 同比增速从 04 年 3 月 20.10% 高位回落，直至 05 年 3 月降至 9.90% 探底；企业亏损金额累计同比从 04 年 5 月 0.42% 一路飙升至 05 年 10 月的 62.64%；
 - 08-09 年周期：M1 同比增速从 07 年 8 月 22.80% 高位回落，直至 09 年 1 月降至 6.68% 探底；企业亏损金额累计同比从 07 年 11 月 -17.31% 一路飙升至 08 年 11 月的 181.68%。
- 但观察 03 年以来全行业资产质量指标，不良贷款余额及比例整体呈显著下降趋势，究其原因，主要包括：
 - 国家对银行不良资产剥离划转；
 - 经济高速增长，不良压力在发展中消化；
 - 贷款增长较快，不良率分母增大；
 - 银行风险管理水平逐步提高；
 - 监管日趋严格，资本市场约束增强。

上轮：受货币紧缩、经济减速和美国次贷危机叠加影响，08 年三季末银行业整体不良余额环比增加了 229 亿元，不良率环比下降 9bp 至 5.49%。

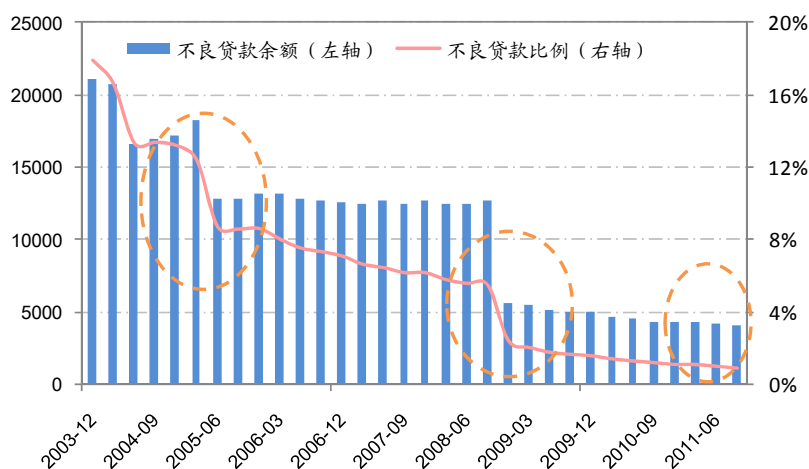
翻看几家上市银行的财报，不良贷款增加的行业主要集中在：竞争性行业或出口行业、政府投资相关行业，例如基建、发电、水利、商务服务、房地产业等。

在接下来几个季度，不良贷款余额及比例均环比双降，亦即上轮周期并未对银行的资产质量造成太大考验。不过这很大程度上归功于四万亿经济刺激计划和天量信贷的投放。

本轮：我们认为本轮经济减速对银行资产质量的考验会比上轮要严峻一些，判断依据有三：一是上轮货币政策极度宽松的情形难以重现，本轮顶多为适度宽松；二是经济增速将下降一个台阶；三是经济结构调整必然会伴随着部分必要的牺牲。基于此，**我们预计 12 年全行业不良贷款余额比 11 年上升 1500 亿，不良率温和上升 11bp 至 1.01%**。我们认为 12 年不良贷款增加的主要领域将集中在房地产（尤其是开发领域）和政府融资平台领域。

市场对 12 年银行资产质量赋予了过度悲观的假设，目前银行股价已经过度反应。我们认为明年银行资产质量好于预期的概率较大，判断依据有三：一是工业企业的利息保障倍数和流动资产周转率均处于近年高位；二是企业的 ROE 水平亦处于今年高位，企业资产负债率近年并未大幅提高；三是基于我们对房地产行业 and 地方政府融资平台贷款的分析判断（见后分析）。

图 17：银行业整体不良余额及比例变化情况#



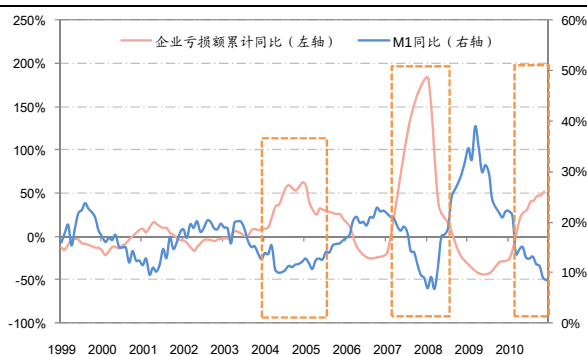
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 4：四家早期上市银行在 04-05 年和 08-09 年两个周期不良率的变化情况

%	03Q4	04Q1	04Q2	04Q3	04Q4	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
招行	3.15	2.83	2.78	2.72	2.87	2.70	2.57	2.60	2.58	2.37	2.30	2.30	2.12		1.66		1.54	1.42	1.25	1.14	1.11
民生	1.24		1.28		1.31		1.44		1.28		1.19	1.21	1.25	1.21	1.10	0.96	1.22	1.16	1.21	1.22	1.20
浦发	2.50	2.37	2.29	2.51	2.45	2.36	2.15	2.19	1.97	1.91	1.82	1.89	1.83	1.80	1.71	1.57	1.46	1.38	1.22	1.19	1.21
深发	8.73	7.85	8.83		11.41	11.59	10.74	10.29	9.35	8.89	8.34	8.28	7.99		7.00	6.41	5.62	5.15	4.64	4.28	0.68

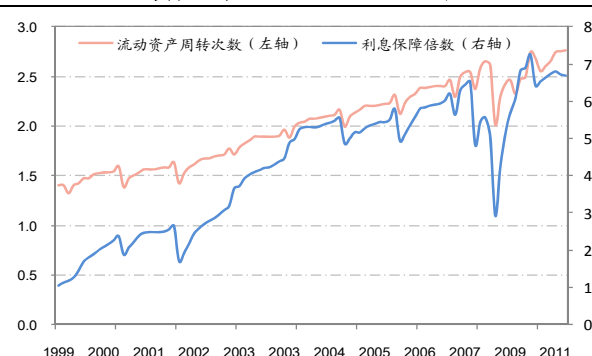
数据来源：公司财报、国泰君安证券研究。

图 18: 企业亏损额与 M1 的关系#



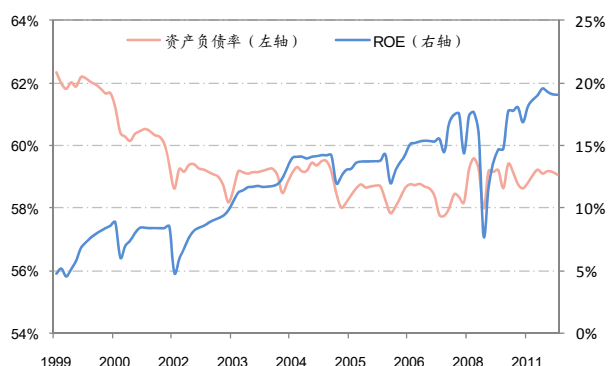
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 19: 流动资产周转倍数与利息保障倍数#



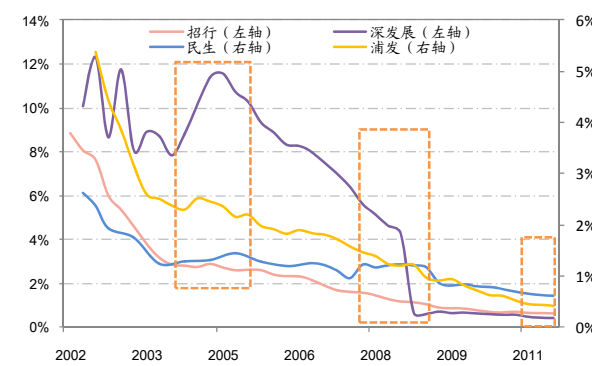
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 20: 工业企业资产负债率与 ROE 水平#



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 21: 四家早期上市银行不良率变化情况#



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4.6.1. 平台风险发展中消化

至此，我们依然维持 2011 年 7 月 12 日发表的深度报告《平台贷风险：发现在早期并已转入主动性治疗的慢性病》题目中对于地方政府融资平台贷款风险的判断：因为病种属慢性，故不会对银行造成休克式冲击；因为发现在早期，羊未亡先补牢为时未晚；因为已转入主动性治疗（银监会清理规范），有望将不良损失降至最低程度。

我们认为地方政府融资平台风险不外乎涉及两个层面：一是地方政府愿不愿意还钱；二是地方政府有没有能力还钱。至于第一个层面，首先，2010 年国发【19】号文从法律的高度明确了地方政府对平台贷款的偿还责任；其次，媒体披露的多次中央高层会议又指出“谁家的孩子谁抱”；随后，8 月 15 日财政部的官网答记者问和 8 月 20 日发改委重要官员的表态进一步表明了官方的态度。综上判断，地方政府在舆论监督之下耍赖的可能性较小。

至于第二个层面“地方政府有没有能力还钱”，我们 7 月 12 日发表的深度报告《平台贷风险：发现在早期并已转入主动性治疗的慢性病》指出四道防线联防坏账，并对平台贷款的偿还缺口作过大致测算。经测算，12 年土地出让金收入零增长的情况下，第二道防线（地方政府自由可支配收入）即可满足平台贷款本息偿还需要。但我们预计 12 年房价下跌的概率较大，土地出让金收入可能会负增长，这时需要依靠第三（地方发债）、第四道防线（兑现部分国有资产）。

我们虽然预计 12 年平台贷款不良余额及比例会温和上升，但不至于显著恶化，判断依据如下：

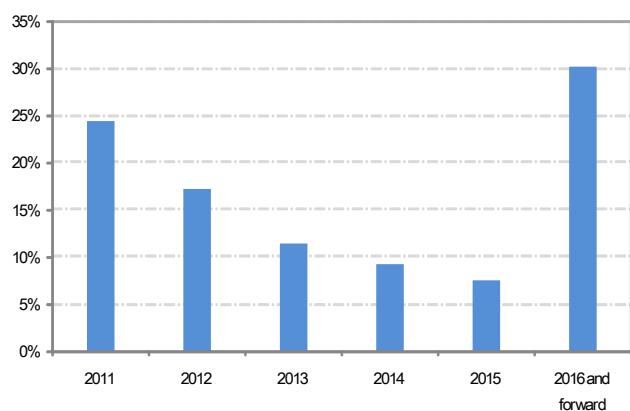
- 12 年平台贷到期占比压力小于 11 年；
- 资源税改革有助于增加地方财政收入；
- 地方试点发债有助缓解地方资金压力；
- 银监会允许“对原有期限安排不合理的平台贷款，在其满足担保抵押落实、合同补正到位等条件后，根据现金流与还本付息的实际匹配情况，经批准可适当延长还款期限或展期一次。”——2011 年 10 月 24 日银监会副主席周慕冰在出席新浪金麒麟论坛时表示。

表 5：各上市银行 2011H1 平台贷款占比、不良率及现金流覆盖情况

(亿元, %)	工行	农行	中行	建行	交行	招行	浦发	民生	兴业	深发	南京	宁波	北京
平台余额 (10 年末旧口径)	6496	3900	3800	5400	1774	1351	1050	1972	1000	578	193	55	1075
平台余额 (11H1 新口径)	9310	5300	5315	5800	3083	930	1575	1721	929	330	168	22	679
11H1 平台占比	13.0%	10.2%	8.7%	9.4%	12.9%	6.1%	13.2%	15.4%	13.1%	7.5%	18.3%	1.93%	18.44%
全覆盖	81.0%	90.0%	90.0%	84.3%	94.4%	90.0%	94.9%		90.0%		84.0%	75.00%	95.00%
基本覆盖	13.0%			8.9%		5.0%					10.0%		
半覆盖	6.0%	10.0%	5.4%	2.5%	5.6%	5.0%	5.2%		10.0%		6.0%	25.00%	5.00%
无覆盖			4.6%	4.3%	0.0%								
不良率	0.3%		0.2%	1.1%	0.2%	0.4%	0.0%		0.0%			0.00%	0.00%

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究。注：宁波为 7 月末数据。

图 22：平台贷款本息偿付时间分布#



数据来源：国家审计署、国泰君安证券研究

图 23：土地出让金增速对地方政府债务缺口的影响

土地出让金 增速	2011	2012	2013	2014	2015
10%	51	2,667	4,440	4,453	3,961
5%	-463	1,560	2,657	1,896	522
0%	-978	506	1,035	-322	-2,321
-5%	-1,492	-497	-433	-2,230	-4,648
-10%	-2,007	-1,449	-1,754	-3,860	-6,534
-15%	-2,521	-2,349	-2,935	-5,240	-8,044
-20%	-3,036	-3,198	-3,986	-6,396	-9,238
-30%	-4,064	-4,742	-5,725	-8,140	-10,880

数据来源：国泰君安证券研究

4.6.2. 房地产开发贷面临考验

考虑到 12 年房价下跌风险较大，我们预计明年房地产相关贷款不良余额及比例均会温和上升。其中资产质量压力主要集中于房地产开发贷，尤其是中小型房地产企业开发贷。

对房地产相关贷款的风险，银监会前主席刘明康在出席北大 CEO 组织峰会上曾表示“我国银行业房地产风险总体可控”。刘主席的判断依据主要有四点：

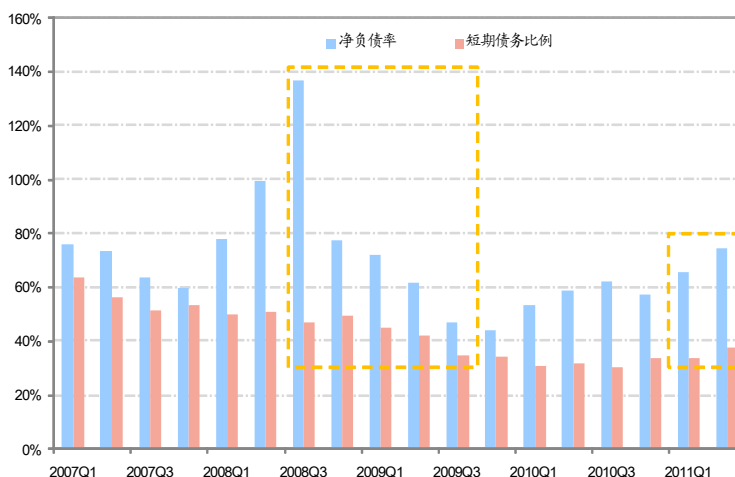
- 我国银行体系房地产信贷资产占比相对较低。截至 2011 年 8 月末，银行业金融机构房地产贷款（包括土地储备贷款、开发贷款和个人住房按揭贷款）余额为 10.4 万亿元，占各项贷款的比重为 19.8%，这与许多欧美银行房地产及相关资产占比动辄占半壁江山的情况有很大不同。

- 我国对银行业房地产金融衍生产品控制有效，证券化产品数量极少，其它创新如集合信托与房地产贷款余额之比仅为 4% 左右，风险特征相对简单。
- 从房地产贷款具体结构看，目前约 98% 的个人按揭贷款“贷款房价比（LTV）”低于 80%，按揭贷款平均“偿债收入比”为 33%，超过 1/2 的按揭贷款和开发贷款都是在 2009 年二季度房价重新高企之前发放的，开发贷款的平均押品比例也达到 189%，即使房地产抵押品重度压力测试下跌 40%，覆盖率仍高于国际通行的 110% 标准。
- 到目前为止，包括农村信用机构在内的银行业金融机构房地产贷款的不良率仍低于 2%，不少地区继续呈下降趋势。

虽然刘主席的论据个别有待斟酌，但是我们总体上认同刘主席的观点。在此，我们准备补充两点论据：

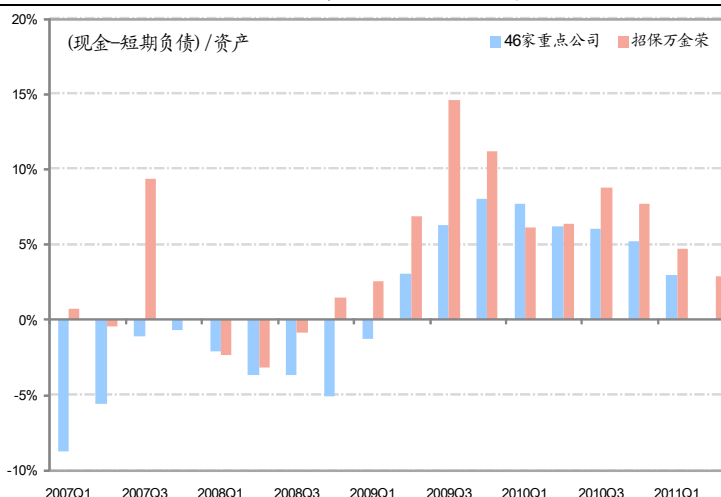
- 现阶段 46 家重点上市房地产企业的负债水平（净负债率、短期债务比率）低于 08 年，
- 现阶段 46 家重点上市房地产企业的短期偿债能力【（现金-短期负债）/总资产】依然为正并好于 08 年。

图 24: 46 家上市房地产公司负债水平低于 08 年#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

图 25: 重点公司的短期偿债能力好于 08 年#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

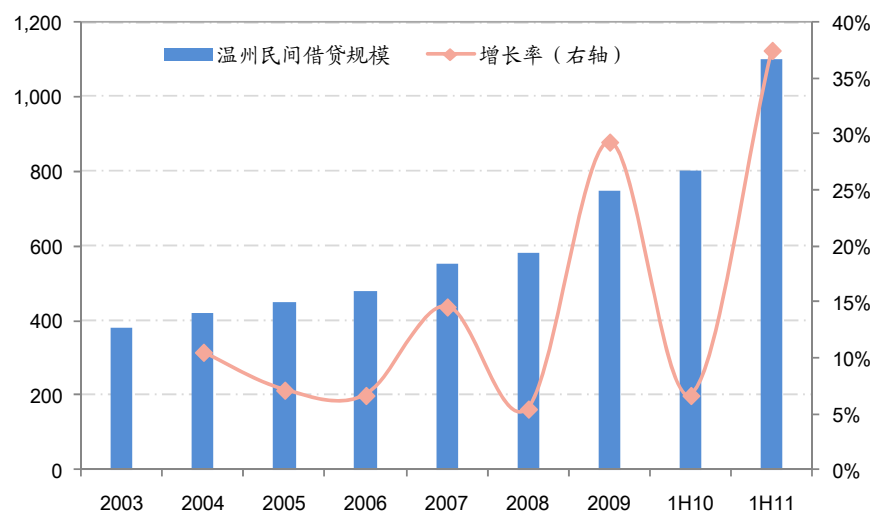
4.6.3. 民间借贷风险可控

我们认为温州地区民间借贷问题引发的银行资产质量风险可控，判断依据主要有三点：

- 由于银行风控较严格，民间借贷资金来源于银行系统的仅占全部民间借贷资金的 11%，即约 110 亿元来自银行，且抵押率较高；
- 银监会通过“三个办法一个指引”，加强了银行和民间借贷的防火墙建设，要求走款直接指向交易对手，要有真实交易、执行受托支付或实贷实付；
- 民间借贷问题已引起中央政府重视，政府正在陆续出台维稳措施，有助于防止危机进一步蔓延扩大。

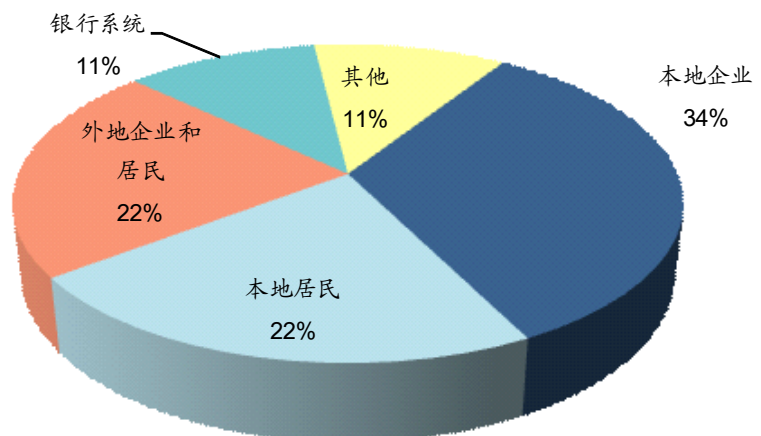
图 26: 温州民间借贷规模及增长速度#

单位:亿元#



数据来源：人民银行温州支行、国泰君安证券研究

图 27: 温州民间借贷资金来源分布



数据来源：人民银行温州支行、国泰君安证券研究

5. 资金面：流动性持续改善

5.1. 流动性正逐步改善

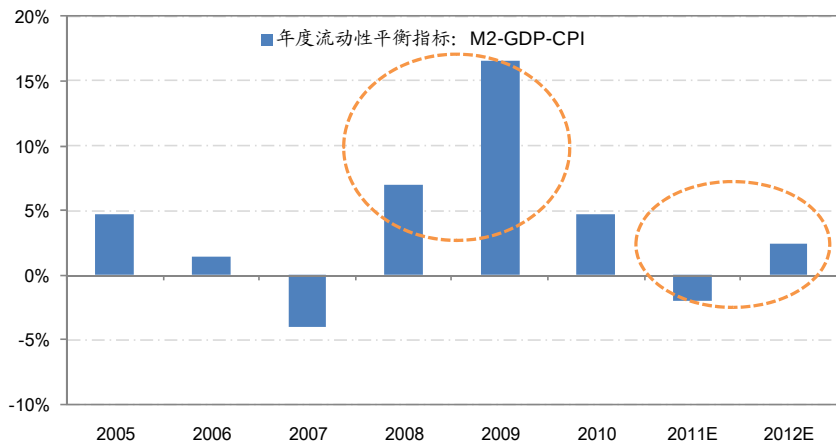
- 两轮周期流动平衡指数均发生显著改善，上轮周期为正向的大幅改

善，本轮周期则由负转正。

上轮：08 年 10 月起，天量信贷驱动市场流动性持续改善。流动性平衡指数由 08 年 10 月的 2.82% 一路攀升至 09 年 4 月的 20.09%；

本轮：全年看，预计 12 年流动性指数会由负转正，由 11 年的 -2% 上升至 2.4%。

图 28：两轮周期流动性平衡指数比较#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

5.2. 信贷宽松出现拐点

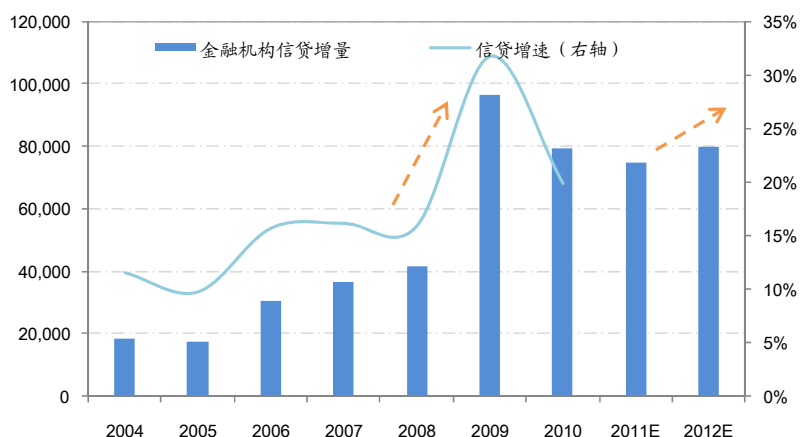
➤ 相似的是，两轮周期信贷均环比多增；不同的是，上轮周期信贷呈爆炸式增长，预计 12 年人民币新增信贷适度多增，预计 8.0-8.5 万亿元。

上轮：09 年全行业新增信贷创下 9.6 万亿天量，比 08 年多增 4.7 万亿，几乎翻倍。

本轮：预计 11 年新增信贷 7.5 万亿，12 年新增 8.0-8.5 万亿，明年比今年多增 5000-10000 亿元。我们预计 12 年新增信贷不会太少，最主要判断依据是：明年政府新老换届，历史经验表明政府换届年份政府官员均有做政绩冲动，做政绩需要资金配套，所以信贷投放一般都不会显著缩量。基于此，我们预计 12 年信贷增速起码在 14.5% 以上，以及人民币新增信贷在 8.0 万亿以上。

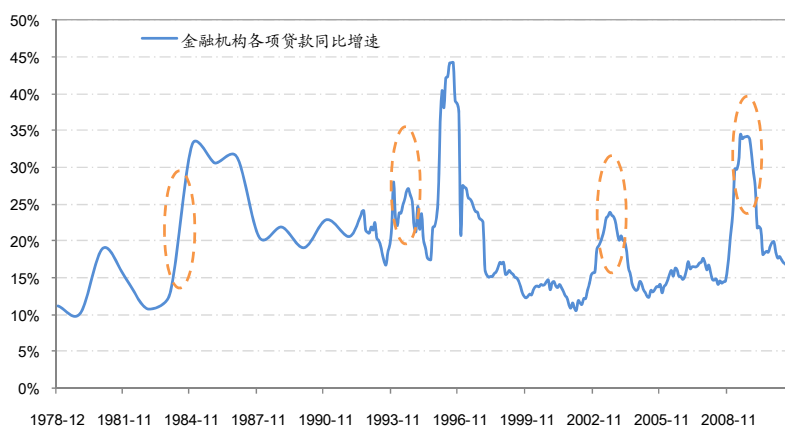
图 29：金融机构信贷增量和增速

(亿元, %) #



数据来源：人民银行网站、国泰君安证券研究

图 30: 政府换届周期和金融机构信贷投放#



数据来源：人民银行网站、国泰君安证券研究

5.3. 货币供应触底反弹

- 相似的是，两轮周期货币供应量 M1、M2 同比增速均出现了转向；不同的是，上轮周期为 V 型大反转，本轮只能算个 U 型反弹。

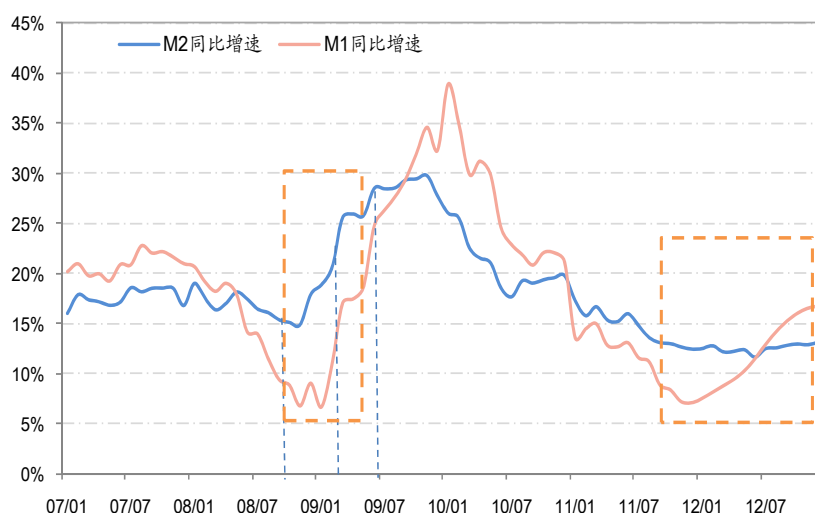
上轮：08 年 11 月起 M1、M2 同比增速先后分别触底反转：

- M1 由 08 年 11 月的 6.8% 震荡攀升至 09 年 11 月的 34.63%；
- M2 由 08 年 11 月的 14.8% 一路攀升至 09 年 11 月的 29.7%。

本轮：预计 M1、M2 于 11 年 11-12 月见底，随后逐步回升：

- 预计 M1 今年 12 月见底降至 7.1%，然后逐步回升至 12 年 12 月的 16.7%；
- 预计 M2 今年 11 月见底降至 12.3%，随后震荡会升至 12 年 12 月的 13.0%。

图 31: 两轮周期货币供应量 M1 和 M2 同比增速比较#



数据来源：国泰君安证券研究

第三篇：优中选优

6. 个股推荐

6.1. 选股思路

我们对银行业的投资策略坚持“自上而下判断行业机会，自下而上优选行业标的”的分析思路。根据对 12 年中国银行业基本面的预判，我们筛选了五大机会变量和防御变量，机会变量反映个股的进攻能力，防御变量代表个股的抗干扰能力。五大机会变量和防御变量的含义及选取依据如下：

机会变量

- **业务转型。**12 年是中国经济的结构调整年，银行只有顺应经济结构调整的大趋势，抓住机会进行业务转型，才能决胜于未来。只有成功实现业务转型的银行才有机会获得市场更高的溢价。在此我们考察了零售业务占比和中小企业业务占比两个指标。
- **息差水平。**净息差是一家银行贷款议价能力、客户结构等经营策略的综合反映，预计 12 年一季度将是全年息差的最高点，一季度息差提升幅度越高的银行，更容易在这轮反弹行情中胜出。
- **债市回暖。**反映一家银行对债券市场回暖的受益程度，我们预计 11 年四季度至明年上半年债券市场会迎来反转机会。
- **主题投资。**例如跨行业联盟、产业资本介入，诸如此类。

防御变量

- **资产质量。**12 年中国经济增速将整体下降一个台阶，同时又是一个结构调整年，货币政策仅适度宽松，银行的资产质量将会迎来考验。在此背景下，风险管理越好的银行，资产质量抗干扰能力越强。由于风控能力为定性概念，我们选取非常规处理前的不良率作为考察银行风控能力的代理变量。
- **内生资本。**内生资本补充能力越强的银行，外部融资压力越小。在再融资成灾的市场环境下，这一点对市场具有较大吸引力。
- **吸存能力。**预计 12 年银行吸存压力依然较大，这样存款基础扎实的银行将具有优势；同时贷存比离 75% 触发值越低的银行，信贷投放受掣肘越小。
- **估值水平。**在基本面相差无几条件下，估值水平代表了银行投资的安全边际。

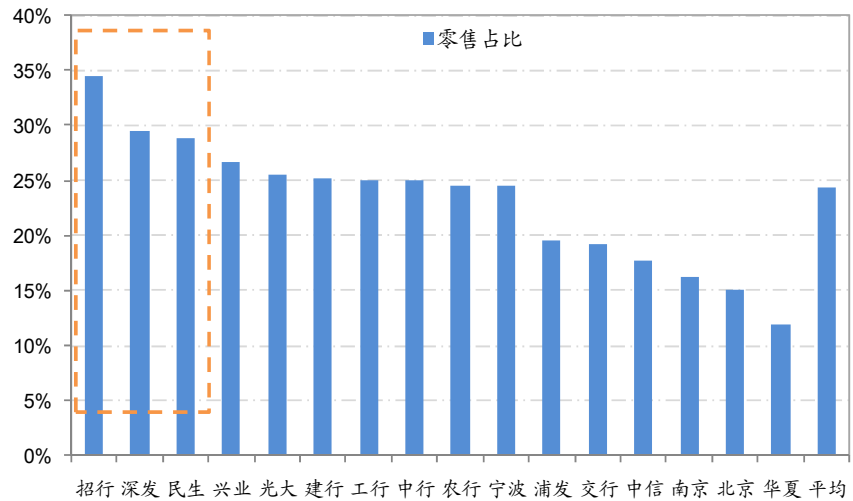
依据以上确定的变量，结合 16 家上市银行最新财务数据，我们作出如下筛选：

6.1.1. 机会变量

6.1.1.1. 业务转型

我们主要通过结合零售业务占比和中小企业业务占比来考察一家银行的业务转型深度。从零售业务占比来看，排名居前的是招行、深发和民生；从中小企业业务占比来看，除了三家城商行区域定位的客观因素之外，排名居前的有民生、招行和深发展。

图 32: 11H1 上市银行零售贷款占比#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

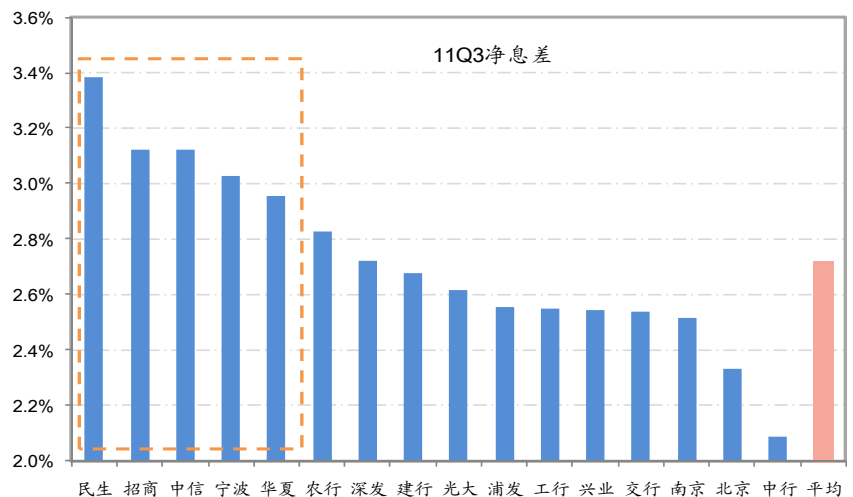
6.1.1.2. 息差水平

净息差是一家银行贷款议价能力、客户结构等经营策略的综合反映。纵观 11 年三季报，净息差水平位居前五位的是民生、招行、中信、宁波和华夏。

12 年一季度上市银行会有相当部分住房按揭贷款进行重定价，进而成为一季度净息差提升的主要驱动力。因此，住房按揭贷款占比越高的银行，净息差提升幅度越大进而业绩表现越好。纵观 11H1 财报，上市银行住房按揭贷款占比前五位的银行依次是：宁波、建行、招行、中行和兴业。

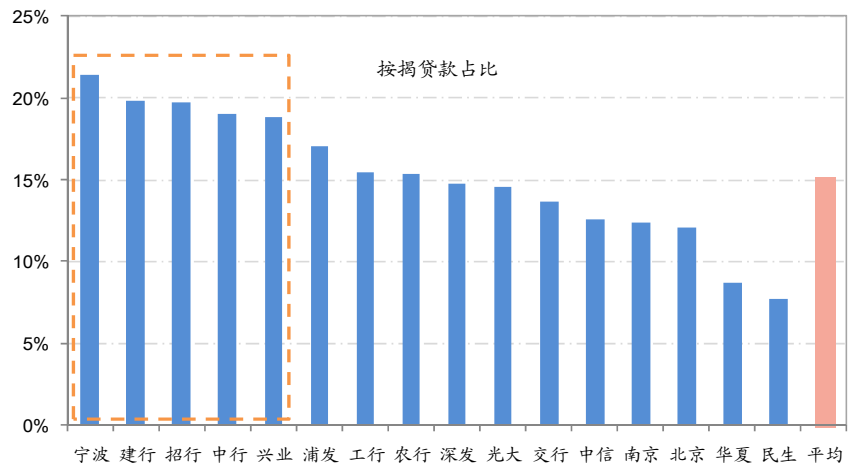
如果同时考虑住房按揭贷款和部分平台贷款置换或重定价因素，12 年 NIM 改善幅度前五名的银行分别是：浦发、招行、华夏、兴业和光大。

图 33: 11Q3 上市银行净息差情况



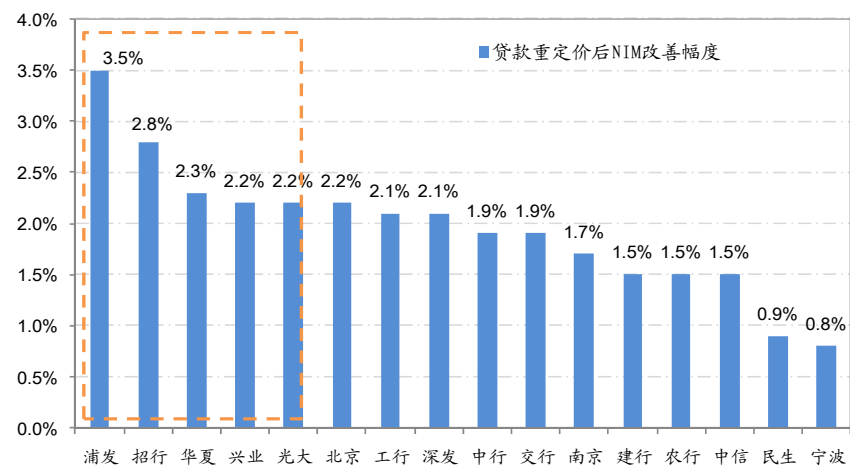
数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

图 34: 11H1 上市银行住房按揭贷款占比



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 35: 贷款重定价各家银行 NIM 改善幅度

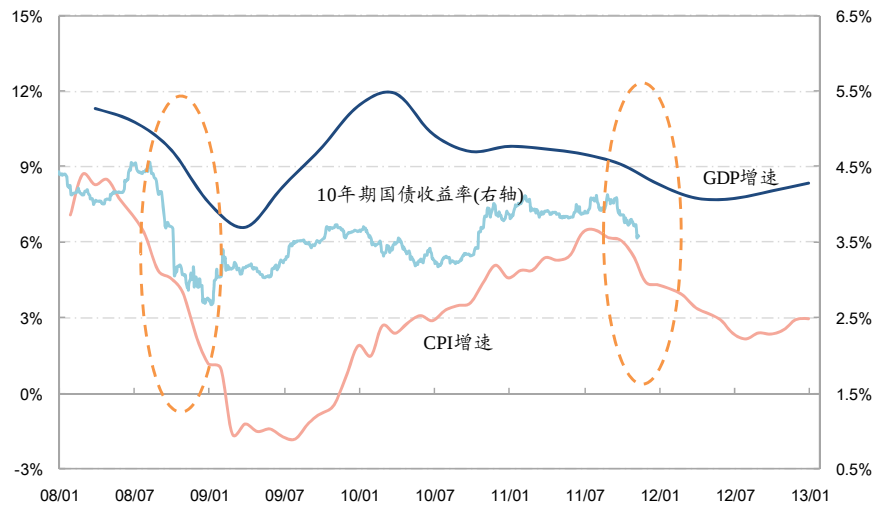


数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

6.1.1.3. 债市回暖

预计12年债市全面回暖的概率较大。历史经验表明, 过去10年期国债利率与GDP和CPI走势总体保持一致, 只是有时会因为经济和通胀的短期走势不一致而受其中某一个变量的主导, 但在今年年底和明年1季度经济、通胀齐降的情况下, 债券市场将会受经济、通胀齐降产生的合力支持。

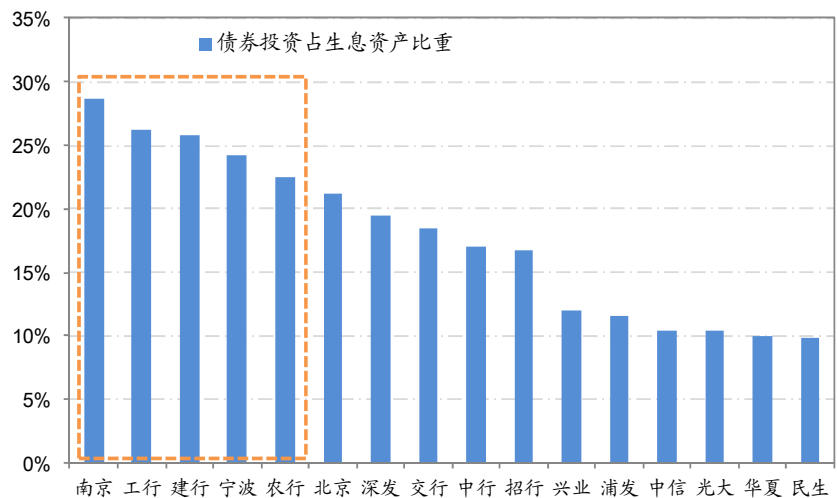
图 36: 10 年期国债收益率和 GDP、CPI#



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

在债市回暖过程中受益最大的上市银行首选南京银行, 主要由于其债券资产占比较高。据了解, 目前南京银行的债券久期、规模占比等已经基本配置完成。在债市回暖不到半个月, 前期交易性债券的浮亏已经基本抹平。

图 37: 上市银行债券投资占生息资产的比例#



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

6.1.1.4. 主题投资

12 年蕴含主题性投资机会的上市银行主要包括: 跨行业联盟型, 以深发、浦发为代表; 产业资本介入型, 以兴业 (定增、福建产业资本活跃) 为代表; 管理改革型, 以兴业 (准事业部改革)、招行 (二次转型) 为代表。

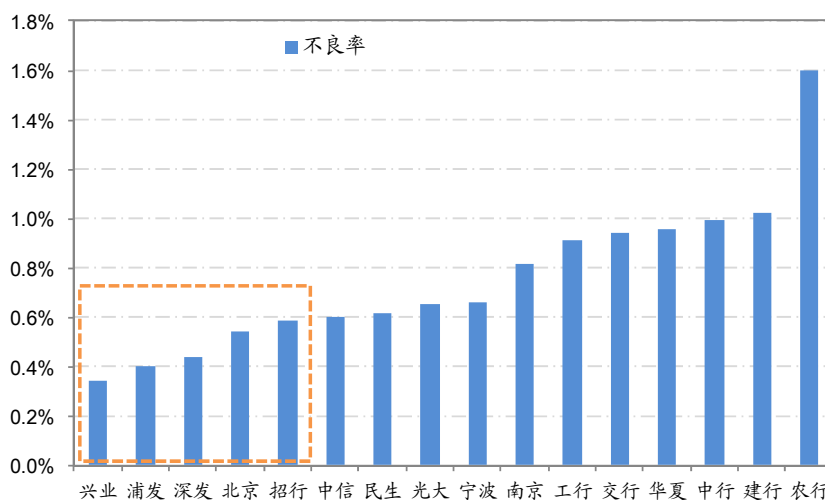
6.1.2. 防御变量

6.1.2.1. 资产质量

我们姑且认为, 在可比口径下, 不良率越低的银行, 风控能力越强, 资产质量越具有抗干扰能力。按此标准, 可比口径不良率较低的银行有兴

业、浦发、北京和招行。

图 38: 11Q3 上市银行不良率水平#

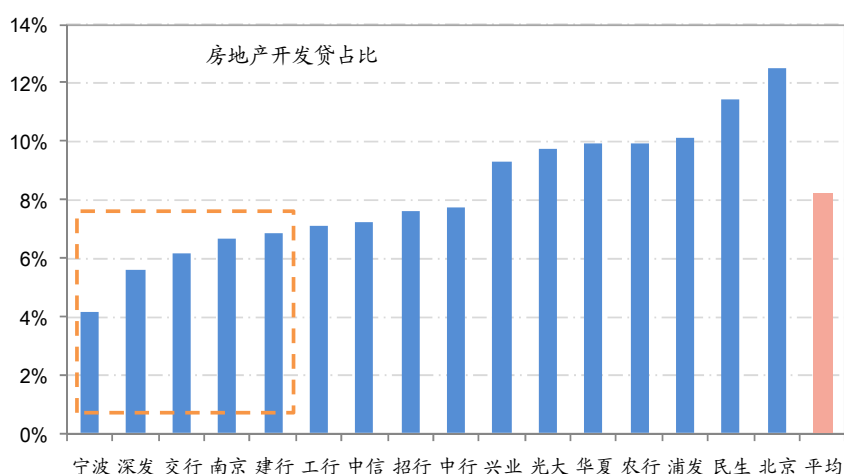


数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

预计 12 年房价继续下调的可能性较大，部分房地产开发企业资金链面临考验。在此背景下，必将激发市场对银行开发贷款资产质量的担忧预期。因此，我们需要**阶段性回避**房地产开发贷款占比较高的银行，亦即尽可能选取房地产开发贷占比较低的银行。

纵观 11H1 财报，房地产开发贷款占比主要分为三个梯队：占比（0, 8%】，包括深发、交行、南京、工行、中信、建行、招行和中行；占比（8%, 10%】，包括兴业、光大、华夏、农行、宁波和浦发；占比 10%以上，主要有北京和民生。

图 39: 11H1 上市银行房地产开发贷款占比#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

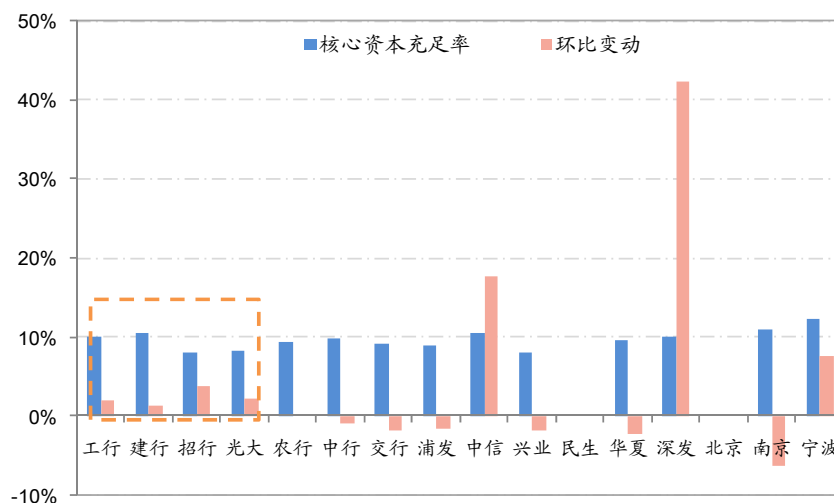
6.1.2.2. 资本内生

内生资本补充能力越强的银行，未来外部再融资的压力越小。在再融资成灾的市场环境下，这一点对市场具有较大吸引力。

纵观 16 家上市银行 11 年三季报核心资本充足率的环比变化，剔除外部资本补充和并表因素，首选招行。二季度招行实现了依靠内生利润积累支持加权风险资产增长而资本充足率不变的拐点突破，三季度这一良好

趋势得以延续。在不丧失市场份额的前提下，真正实现了内生资本补充。三季度招行的核心资本充足率从二季度末的 7.81% 增加 29bp 至 8.10%。

图 40：上市银行 11Q3 核心资本充足率及环比变动#



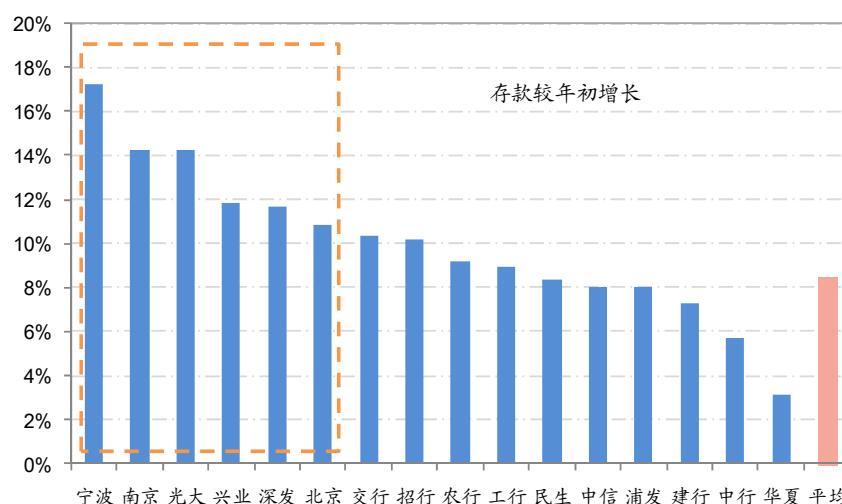
数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

6.1.2.3. 吸存能力

预计 12 年银行吸存压力依然较大，这样具有网点优势、客户结构良好、存款基础扎实的银行将具有优势。

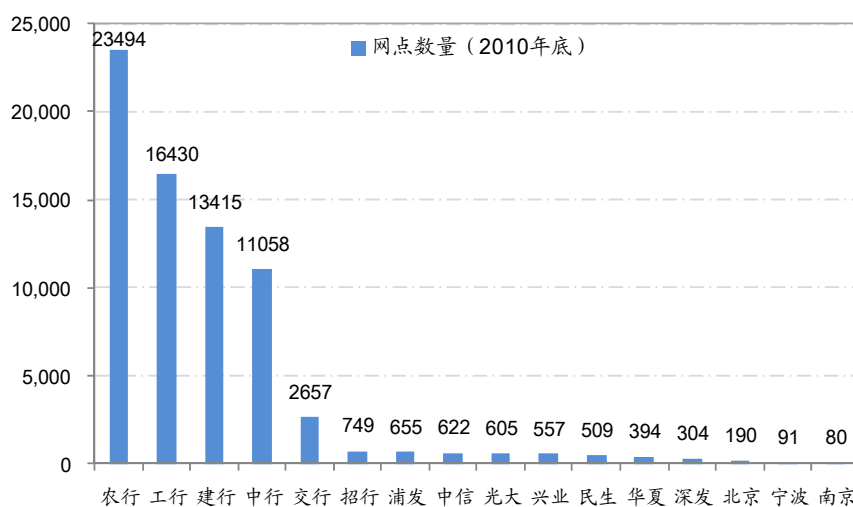
纵观 11 年三季度报，存款较年初增幅前五位的银行分别是：招行、兴业、民生、中信和深发。

图 41：上市银行 11Q3 年存款较年初增幅#



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

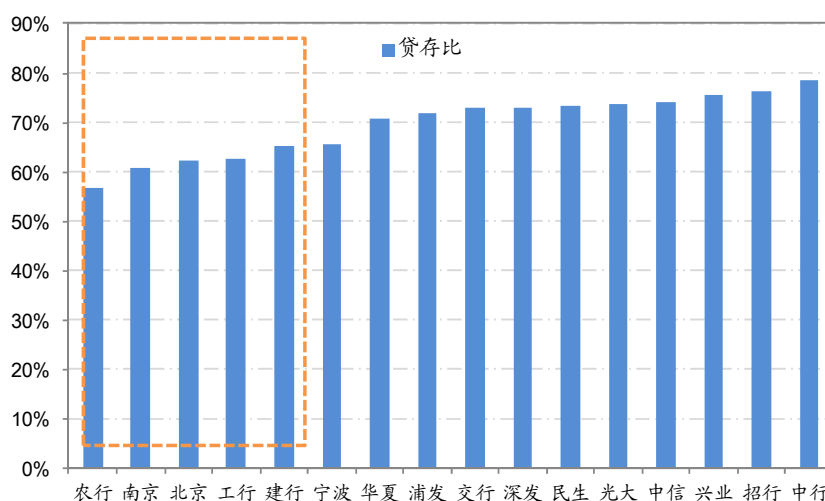
图 42: 各家上市银行 10 年底网点数量#



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

在存款增长乏力背景下, 约束银行放贷能力的主要是贷存比。纵观 11 年三季度报, 五大国有行和城商行贷存比压力较小, 股份制银行普遍面临较大的贷存比压力。在股份制银行当中, 贷存比相对低一些的只有华夏 (70.74%)、浦发 (71.00%)、深发 (71.94%) 和中信 (72.93%)。

图 43: 11Q3 上市银行贷存比#



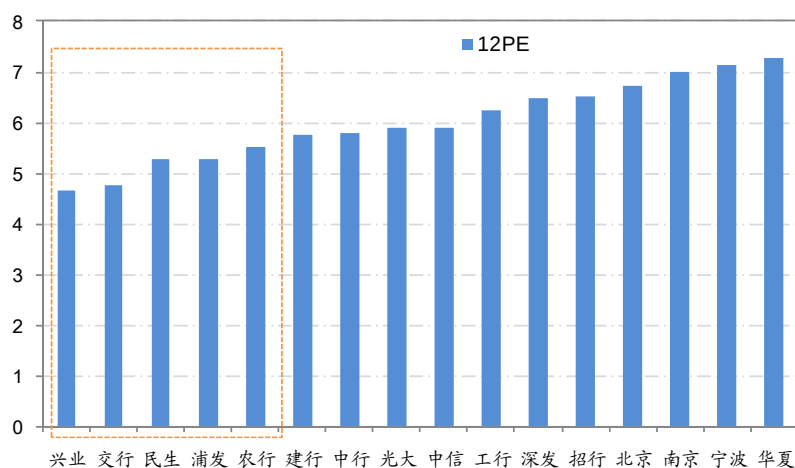
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

6.1.2.4. 估值水平

根据最新调整的各家上市银行 12 年的盈利预测, 12 年动态 PE 估值最低的五家银行分别是: 兴业 (4.64 倍)、交行 (4.76 倍, 未考虑再融资摊薄)、民生 (5.27 倍)、浦发 (5.28 倍) 和农行 (5.53 倍)。

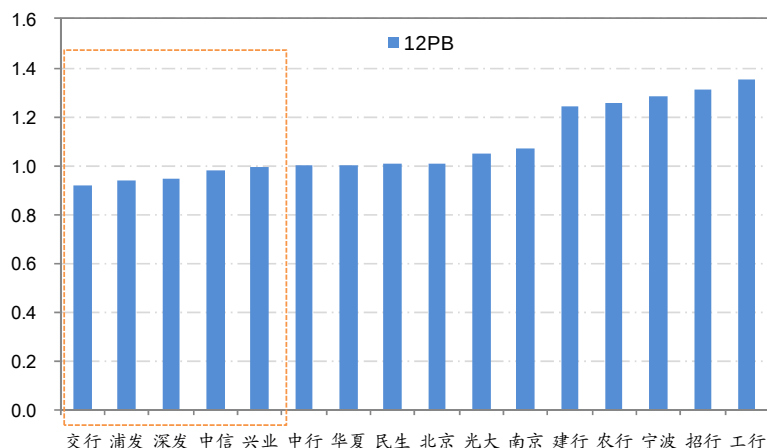
12 年动态 PE 估值最低的五家银行分别是: 交行 (0.92 倍)、浦发 (0.94 倍)、深发 (0.94 倍)、中信 (0.98 倍) 和中行、兴业和华夏 (均为 1.0 倍)。

图 44: 上市银行 12 年 PE #



数据来源: 国泰君安证券研究; 注: 以 2011 年 11 月 18 日收盘价计算。

图 45: 上市银行 12 年 PB#



数据来源: 国泰君安证券研究。注: 以 2011 年 11 月 18 日收盘价计算。

6.2. 选股结果

根据拟定的四类八项选股标准, 我们对 16 家上市银行筛选结果如下表:

表 6: 首选组合各维度考察结果

	机会变量				防御变量				合计
	业务转型	息差水平	债市回暖	主题投资	资产质量	吸存能力	资本内生	估值水平	
招商	✓	✓		✓	✓	✓	✓		6
民生	✓	✓		✓		✓		✓	5
南京			✓		✓	✓		✓	4
北京					✓	✓		✓	3
兴业		✓		✓				✓	3
深发	✓			✓	✓				3

数据来源: 国泰君安证券研究

基于对 16 家上市银行基本面的考察, 12 年我们首推招行、民生和南京, 关注北京、兴业和深发。具体推荐理由如下:

招商银行：按揭贷重定价的代表

- 按揭贷款占比达 20%，年初重定价受益大；
- 零售贷款占比近 35%，业务转型领先同业；
- 三季度核心资本充足率环比上升 29bp，内生资本补充能力强；
- 不良率处于同业较低水平，房地产开发贷和平台贷占比低于行业平均，资产质量较优；
- 网点仅少于五大国有银行，存款基础扎实；
- 预计 12 年净利润同比增长 20%，11/12 年 EPS（考虑配股之后）分别为 1.46 元和 1.75 元，现交易于 7.83/6.52 倍 PE；
- 给予 12 个月 14.75 元目标价，增持评级。

民生银行：定向宽松支持的代表

- 商贷通业务发展迅速，小微企业符合政策导向，贷款议价能力较强；
- 中小企业、商贷通和私人银行业务融汇贯通，为存款增长奠定了良好基础；
- 预计 12 年净利润同比增长 21%，考虑可转债和 H 定增之后，11/12 年 EPS 分别为 0.91 元和 1.11 元，现交易于 6.38/5.27 倍 PE，估值位于同业底端，具有良好的投资安全边际；
- 给予 12 个月 7.35 元目标价，增持评级。

南京银行：债市回暖的代表

- 债券资产占比较高，债券市场回暖受益最大，加之目前债券久期、规模比例配置得当，为 12 年利润增长奠定了良好基础；
- 房地产开发贷款占比较低，资产质量良好，不良率位居同业较低水平；
- 预计城商行跨区域经营明年初会放开，但准入条件会大幅提高，一方面城商行成长性可持续，另一方面有助于缓解同业过度恶性竞争；
- 预计 12 年南京银行净利润同比增长 22%，11/12 年 EPS 分别为 1.03 元和 1.25 元，现交易于 8.55/7.00 倍 PE；
- 给予 12 个月 11.45 元目标价，增持评级。

北京银行：定增折价的代表

- 具有与政府、中小企业、省市国资委等客户资源的合作优势，存款基础扎实，资金成本较低；
- 地方政府融资平台贷款资产质量较优，现金流全覆盖占比高达 98%，无逾期、无展期、无借新还旧、无欠息贷款，不良率为零，资产质量上市银行较优水平；
- 预计 12 年净利润同比增长 21%，考虑定增之后，预计 11/12 年 EPS 分别为 1.18 元和 1.43 元，现交易于 8.14/6.72 倍 PE，为三家城商行最低水平；
- 给予 12 个月 12.58 元目标价，增持评级。

兴业银行：最具黑马相的代表（寻找 11 年的民生）

- 预计再融资采用定增方案，二级市场压力小；
- 准事业部改革进行中，具备主题性投资机会；
- 住房按揭贷款占比高，年初重定价受益较大；
- 预计 12 年净利润同比增长 20%，未考虑定增因素，预计 11/12 年 EPS 分别为 2.25 元和 2.70 元，现交易于 5.57/4.64 倍 PE，为上市银行最低水平；
- 给予 12 个月 16.18 元目标价，增持评级。

深发展：主题性投资的代表

- 零售业务占比较高，业务转型走在同业前沿；
- 与平安银行的整合，具有协同效应想象空间；
- 11 年不考虑平安定增，12 年考虑平安定增，预计 11/12 年 EPS 分别为 2.08 元、2.45 元，现交易于 7.67/6.50 倍 PE；
- 给予 12 个月 20.36 元目标价，增持评级。

表 7：11-12 年银行盈利预测与估值表

银行	EPS		BVPS		PE		PB		评级	目标价 (元)
	11	12	11	12	11	12	11	12		
招行	1.46	1.75	7.55	8.72	7.83	6.52	1.51	1.31	增持	15.97
浦发	1.38	1.67	7.98	9.35	6.39	5.28	1.10	0.94	增持	12.00
民生	0.92	1.11	4.80	5.84	6.38	5.27	1.22	1.01	增持	7.35
中信	0.61	0.72	3.70	4.32	6.95	5.89	1.15	0.98	谨慎增持	5.50
兴业	2.25	2.70	10.41	12.59	5.57	4.64	1.20	1.00	增持	17.30
华夏	1.19	1.44	9.21	10.45	8.82	7.29	1.14	1.00	增持	13.45
深发	2.08	2.45	14.38	16.88	7.67	6.50	1.11	0.94	增持	22.43
光大	0.42	0.49	2.32	2.76	6.95	5.89	1.25	1.05	中性	3.80
平均					7.07	5.91	1.21	1.03		
工行	0.59	0.69	2.74	3.18	7.29	6.23	1.57	1.35	增持	5.14
农行	0.41	0.52	1.97	2.31	7.07	5.53	1.47	1.26	谨慎增持	3.28
中行	0.44	0.51	2.59	2.94	6.66	5.79	1.13	1.00	中性	3.64
建行	0.70	0.82	3.27	3.81	6.78	5.75	1.44	1.24	增持	5.88
交行	0.82	0.98	4.29	5.08	5.71	4.76	1.09	0.92	中性	6.00
平均					6.70	5.61	1.34	1.15		
北京	1.18	1.43	8.41	9.50	8.14	6.72	1.14	1.01	增持	12.58
南京	1.03	1.25	7.20	8.22	8.55	7.00	1.22	1.07	增持	11.45
宁波	1.09	1.32	6.36	7.32	8.63	7.13	1.48	1.29	谨慎增持	12.25
平均					8.44	6.95	1.28	1.12		

数据来源：国泰君安证券研究。注：1.招行考虑配股摊薄；民生考虑可转债和 H 股定增；兴业 12 未考虑定增；北京已考虑定增；深发展为并表后数据，12 年考虑平安定增；2.股价取自 2011 年 11 月 18 日数据。

作者简介:**邱冠华:**

执业资格证书编号: S0880511010038

电话: 021-38676912

邮箱: qiuguanhua@gtjas.com

杨亦韦 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111070017

电话: 021-38674883

邮箱: yangyiwei010589@gtjas.com

黄春逢 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111090053

电话: 021-38674940

邮箱: huangchunfeng@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		